

# MEFIM

MODELLO  
ECONOMETRICO  
FINANZIARIO  
INTERNAZIONALE  
MENSILE

Dicembre 2018

Il Modello Econometrico Finanziario Internazionale Mensile (MEFIM) è un modello di tipo strutturale costituito da due blocchi: italiano e internazionale.

La parte italiana concerne le interrelazioni fra le variabili monetarie e finanziarie italiane di maggior interesse. Tali variabili, rilevate mensilmente, possono essere racchiuse in 4 blocchi:

- 1) tassi interbancari: overnight, interbancario a 1, 3 e 6 mesi ed il tasso di policy dei pronti contro termine;
- 2) titoli di stato: i BOT nelle loro 3 scadenze, struttura a termine da 1 a 10 anni, il rendiob e il rendistat;
- 3) tassi bancari: attivi e passivi sia in termini marginali che medi;
- 4) volumi bancari: impieghi e depositi sia a livello totale che in alcuni principali sotto categorie;

Le esogene sono: il tasso di riferimento, l'indice BCI COMIT globale, l'indice della produzione industriale, il tasso d'inflazione.

Il mercato internazionale comprende le strutture a termine da 1 a 10 anni per i principali Paesi industrializzati: USA, Germania, Giappone, Francia e Regno Unito.

Le esogene sono rappresentate dal tasso d'intervento delle autorità monetarie, dal rendimento sugli eurodepositi a 3 mesi, dall'indice di borsa, dall'indice della produzione industriale, dall'indice dei prezzi al consumo e, per USA e Germania, quantità di moneta.

Il modello è stimato con dati che vanno da maggio 1986 ad novembre 2018.

Nell'individuazione della struttura ottimale si sono sottoposti a verifica empirica i concetti della teoria economica e finanziaria tramite l'analisi econometrica. In particolare l'uso dell'analisi di cointegrazione è stato in grado di mettere in evidenza la struttura che nel lungo periodo governa i tassi di interesse, i depositi e gli impieghi bancari al fine di poter inserire nel modello equazioni nella forma ECM (Error Correction Mechanism).

Gli scenari di coerenza, come risultato del modello, sono forniti mensilmente sulla base di simulazioni che tengono conto delle nuove informazioni derivanti dall'aggiornamento dei dati.

Con la stessa frequenza GRETA riunisce il proprio Comitato Finanza formato da docenti dell'Università Ca' Foscari di Venezia e da esperti del settore bancario al fine di valutare gli andamenti prospettici delle variabili esogene del modello e verificare la coerenza dei risultati sulle variabili endogene ottenute da MEFIM.

**La pubblicazione è a cura di Lucia Trevisan e Francesca Volo.**

---

Questa nota ha finalità puramente informative e riflette le opinioni di GRETA. Essa non intende sollecitare posizioni di rischio di alcun tipo. I dati sono derivati da fonti ritenute affidabili, ma nel merito delle quali GRETA non ha responsabilità diretta.

## IL QUADRO GENERALE

In novembre, lo spostamento dell'attenzione sul possibile indebolimento della crescita globale si è intensificato a causa dei dati macroeconomici che hanno dimostrato di andare proprio in quella direzione. Ciò ha portato a importanti cambiamenti dello scenario internazionale: A) un rilevante calo del prezzo del petrolio, B) un ripiegamento generalizzato dei rendimenti sui titoli di stato e delle quotazioni borsistiche.

A) Dai massimi di settembre il greggio ha perso circa il 10% in ottobre e un altro 20% in novembre, portandosi, a fine mese, a 58 dollari al barile per il Brent e a 51 per il WTI (in settembre erano a 83 e 74 rispettivamente). La drastica riduzione è dovuta, oltre all'apprezzamento del dollaro verso le principali valute, al doppio effetto di un eccesso di offerta e di una diminuzione della domanda

per il rallentamento dell'economia globale. La produzione petrolifera, in aumento negli Stati Uniti, in Russia e nei membri dell'OPEC, ha contribuito ad aumentare le scorte. Il rapporto mensile dell'EIA (*Energy Information Administration*) testimonia che negli USA la produzione ha segnato un nuovo record, le scorte sono aumentate per la decima settimana consecutiva e il numero d'impianti di perforazione per il quinto mese consecutivo. Il calo del prezzo del petrolio costituisce un importante fattore dello scenario perché, se si mantiene ai bassi livelli raggiunti, fa venir meno una delle fonti di rischio inflazionistico (quello da materie prime) ridisegnando, in particolare, la politica monetaria della Fed. La probabilità che ciò accada è elevata. Il 6 dicembre si riuniranno a Vienna i membri dell'OPEC per decidere un eventuale taglio della produzione (è attesa una riduzione di 1,3 milioni di barili al giorno rispetto ai livelli di ottobre) tuttavia è probabile che ciò non dia una spinta duratura al rialzo delle quotazioni. Quest'opinione si basa sul fatto che 1) rimane la debolezza della domanda di greggio per il ridimensionamento della crescita economica a livello internazionale. Ricordiamo che, su questo fronte, nel terzo trimestre di quest'anno la Cina ha registrato un aumento del PIL di +6.5% a/a e ci si aspetta che nel 2019 scenda a +6.4%, il minimo dalle proteste di piazza Tienanmen del 1989; il Giappone ha segnato una crescita ridotta a +0.4% a/a per un calo congiunturale di -0.3% t/t, anche se, in questo caso, vi è stato un effetto temporaneo di disastri naturali, come inondazioni, un terremoto e un tifone; l'Area Euro è cresciuta limitatamente di +1.4% a/a, con la stessa Germania e l'Italia in difficoltà (-0.2% t/t e -0.1% t/t, rispettivamente). 2) Si teme che l'OPEC, e *in primis* l'Arabia Saudita, non abbia, di fatto, intenzione di fare abbastanza per affrontare l'attuale eccesso di offerta, insinuando il dubbio di un secondo *round* di guerra dei prezzi per contrastare l'inarrestabile erosione, da parte degli Stati Uniti, delle quote di esportazione del greggio detenute dall'OPEC. Il primo round era già stato sperimentato nel 2015/16, quando le quotazioni di petrolio erano scese sotto i 40 dollari al barile per mettere in difficoltà i produttori americani di *shale oil*, il cui *break-even* di produzione è più alto rispetto a quello delle tecniche tradizionali di estrazione usate dall'OPEC. 3) La recente uscita del Qatar dall'OPEC indebolisce quest'ultimo nella sua capacità di controllare la quantità prodotta a livello internazionale.

B) Poiché il calo generalizzato dei rendimenti e delle azioni ha trovato spunto dall'effetto negativo della guerra commerciale sull'economia internazionale, è importante evidenziare l'accordo per una tregua commerciale di 90 giorni tra Stati Uniti e Cina siglato a fine novembre. Con esso ci si impegna a rinviare il rialzo dei dazi americani dal 10% al 25% atteso dall'1 gennaio 2019 sulle importazioni di beni dalla Cina per 200 miliardi di dollari, a evitare ulteriori tariffe su nuovi prodotti e a eliminare i restanti dazi del 25%, in attesa che il Governo di Pechino avvii le riforme necessarie per salvaguardare la proprietà intellettuale delle imprese americane che investono in Cina. Ovviamente, se nel periodo di tregua il conflitto si risolvesse a favore dell'eliminazione concreta dei dazi, lo scenario cambierebbe totalmente in positivo con un ritorno a tassi di crescita elevata. Per il momento, tuttavia, questo sembra poco probabile, aspettandoci che il contrasto continui a logorare la fiducia dei produttori ancora per buona parte del 2019.

Resta da chiedersi se ora si stia sovrastimando il rischio di rallentamento del ciclo economico. C'è chi vede nell'inversione della curva dei rendimenti americana, con quelli a lungo sempre più appiattiti su quelli a breve, la premonizione di una recessione. Questo sembra prematuro. È vero che se gli Stati Uniti arrivassero a giugno del prossimo anno senza una contrazione del PIL, la fase positiva ininterrotta del ciclo economico americano supererebbe l'espansione del 1991-2001 fino a divenire la più lunga dal 1857, cioè da quando il *National Bureau of*

Il quadro generale	3
Gli ultimi dati	5
Gli scenari	10
Grafici variabili esogene	11
Commento ai risultati	13
Grafici variabili endogene	14
Grafici struttura a termine	16
Grafici volumi	17
Tabella scenario A	18
Tabella scenario B	19
Tabella scenario C	20
Grafici storici	21

*Economic Research* ha iniziato le rilevazioni. È, quindi, naturale che dopo tanta crescita ci si attenda un'inversione di tendenza e che il massimo dell'espansione sia ormai alle spalle, ma con la forza attuale dell'economia statunitense sarebbe più appropriato parlare di rallentamento: un ridimensionamento inevitabile, visto che gli altri Paesi industrializzati sono più in difficoltà. Anche se le previsioni di crescita economica globale da parte del FMI sono state leggermente riviste al ribasso, rimangono relativamente alte, intorno a +3.5% anche nel 2019. Va sottolineato, comunque, che nel caso di una recessione, l'elevato indebitamento delle imprese non finanziarie, in particolare l'alto livello di prestiti a leva accumulato nella lunga fase di espansione, potrebbe rendere l'economia americana più vulnerabile a una brusca contrazione della disponibilità di credito, acuendo gli effetti di uno shock negativo sull'economia. Questo rischio vale anche per la Cina, dove il debito di famiglie, imprese e Governo, dal 1998, è raddoppiato al 200% in rapporto al PIL, e per il Giappone, dove alcuni componenti della Banca Centrale, alla riunione di novembre, hanno dimostrato preoccupazione per la recente evidenza di un aumento dei prestiti ad alto rischio perché, se l'economia si spostasse verso una recessione, il peggioramento dei profitti farebbe emergere situazioni d'insolvenza. Alla luce di quest'analisi, **il venir meno dei rischi inflazionistici da materie prime e le attese di una crescita moderata dovrebbero portare la Fed a un atteggiamento più prudente in termini di politica monetaria rispetto a quanto ipotizzato il mese scorso. Assegniamo un'alta probabilità all'eventualità che la Banca Centrale americana aumenti i tassi ufficiali di 25 punti base a dicembre dell'anno in corso (per la forza del mercato del lavoro) ma poi li lasci invariati nel 2019 (Scenario C – Probabilità 60%).** Tale convinzione è supportata da quanto emerso dalle minute del *meeting* della Fed di novembre, nel quale i partecipanti hanno indicato che dichiarazioni post-riunione potrebbero essere modificate per rimuovere il riferimento a "ulteriori aumenti gradual". Lo stesso Powell ha sottolineato che "non c'è un percorso prestabilito sulla politica monetaria, si farà molta attenzione a quello che dicono i dati; la crescita globale è ancora solida, ma i segnali di ridimensionamento sono fonte di preoccupazione; in USA l'effetto positivo della politica fiscale ultra espansiva sta scomparendo".

In Area Euro, preoccupa il rallentamento della crescita economica perché ha interessato il locomotore della regione, la Germania, che nel terzo trimestre ha registrato una contrazione del PIL di -0.2% t/t. Anche se, come sottolineato da Draghi all'ultima riunione della BCE, il calo è attribuibile a fattori temporanei del settore auto, le criticità emerse potrebbero aver lasciato il segno sulla fiducia dei consumatori tedeschi e sulle loro decisioni di spesa. Lo scandalo delle emissioni di gasolio, iniziato nel settembre 2015, che ha colpito il Gruppo Volkswagen, insieme alle nuove norme che vietano in molte città della Germania la circolazione delle vecchie auto diesel, ha spinto a maggiori risparmi precauzionali (per la perdita di ricchezza dovuta alla svalutazione delle automobili possedute) intaccando i consumi privati (diminuiti di -0.3% t/t). **Le esportazioni dell'industria automobilistica tedesca sono crollate perché i produttori non si sono adeguati per tempo al nuovo regolamento sulle emissioni.**

Oltre a questo, l'Area Euro ha tre possibili focolai di tensione: 1) le elezioni a maggio del Parlamento europeo, che saranno un test sui populismi già emersi a livello nazionale in molti Paesi; 2) la Brexit, che inizierà il 29/3/2019 e, dopo l'accordo tra Commissione Europea e il Primo Ministro Teresa May di fine novembre, attende il voto, non scontato, del Parlamento britannico previsto per l'11/12/2018; 3) i conti pubblici italiani, citati persino dalla Fed come possibile fattore di contagio nei mercati finanziari. La bocciatura definitiva da parte della Commissione Europea della manovra di bilancio dell'Italia per violazione grave delle regole e degli impegni presi dal Governo all'ECOFIN di luglio con uno scostamento di 30 miliardi, ha reso più vicina la procedura d'infrazione che, questa volta, sarà per debito pubblico eccessivo e non per deficit. Va ricordato che la prima può sempre essere avviata, mentre la seconda, solo se si supera il 3% di deficit/PIL. Fino ad oggi l'Italia era riuscita ad evitare la procedura per alto debito perché la Commissione Europea considerava altri fattori positivi rilevanti. Oggi sembra non più disposta a farlo e il 19 dicembre avvierà la procedura che sarà poi votata dall'ECOFIN il 22/1/2019, se il Governo italiano non apporterà le modifiche necessarie. Per ora quest'ultimo ha dimostrato un'apertura a portare il deficit/PIL al 2%/2.2%, che difficilmente potrà bastare. Lo spread sul decennale BTP/Bund è rimasto sotto i 300 punti base probabilmente per l'intervento della BCE con acquisti di titoli nell'ambito del *Quantitative Easing*, ma questo terminerà a fine dicembre del 2018. In ogni caso, gli effetti si stanno già vedendo sul più alto costo del credito e su tutta l'economia italiana (nel terzo trimestre il PIL ha registrato una contrazione di -0.1% t/t). Il rallentamento a livello europeo è rafforzato dal clima d'incertezza sul futuro che porta a una sospensione degli investimenti e dei consumi di beni durevoli. Riteniamo pertanto che anche la BCE sarà molto più cauta in termini di politica monetaria, mantenendo invariati i tassi ufficiali per tutto il 2019 o almeno fino alla fine del mandato di Draghi che terminerà a fine ottobre del 2019 (Scenario C – Probabilità 60%). La convinzione è supportata dalle parole del Presidente stesso della BCE: "A certe condizioni i tassi probabilmente non si alzeranno non solo per tutta l'estate del 2019, ma anche oltre".

## GLI ULTIMI DATI

In USA, la revisione del PIL del terzo trimestre ha confermato il dato preliminare, mantenendo la variazione congiunturale a +3.5% t/t annualizzata e a +3% a/a, in termini tendenziali. Nonostante il dato aggregato sia rimasto invariato rispetto alla prima rilevazione, qualche aggiustamento ha interessato le diverse componenti. Sul fronte interno, una dinamica un po' meno accentuata dei consumi (+3.6% t/t da +4%) è stata compensata da una crescita migliore degli investimenti sia nella componente dei non residenziali (rivisti a +2.5% t/t da +0.8%) sia in quella dei residenziali (a -2.6% t/t da -4%). Sul fronte del canale estero, sono peggiorate le esportazioni con una diminuzione più rilevante di -4.4% rispetto al dato preliminare di -3.5%. La spesa pubblica continua a crescere anche se ridimensionata (+2.6% t/t da +3.3% della prima rilevazione). In generale, comunque, la revisione lascia il quadro macroeconomico invariato. La crescita economica in atto negli Stati Uniti resta solida, anche se ridimensionata in termini congiunturali rispetto al +4.2% del secondo trimestre. La forza dei consumi traina il ciclo economico con un contributo rilevante di +2.5% t/t (rivisto da +2.7%). Per contro, il canale estero ha sottratto crescita per quasi un -2% a causa di una dinamica molto incisiva delle importazioni, che sono aumentate di +9.2% t/t. Va inoltre sottolineato che il buon risultato trimestrale è stato sostenuto da un importante accumulo di scorte, che ha contribuito alla crescita del PIL per un +2.3% t/t, solo in parte giustificato da una dinamica di segno opposto del trimestre precedente (-1.2%). Il settore edilizio rimane l'anello debole, penalizzato dalla politica monetaria restrittiva che ha reso meno convenienti i mutui.

I dati mensili, a oggi disponibili per ottobre e quindi rilevanti perché danno informazioni sul quarto trimestre ancora non noto, fanno emergere un quadro di forza dal lato della domanda a fronte, invece, di un ripensamento dal lato dell'offerta. In ottobre, infatti, le vendite al dettaglio, i consumi privati e il reddito personale hanno registrato incrementi consistenti: +0.8% m/m, +0.4% e +0.3%, rispettivamente. Tutto ciò è sostenuto dal ritmo elevato del mercato del lavoro: pur con un tasso di disoccupazione fermo al 3.7% (in ogni caso difficilmente migliorabile, dato il livello sotto il pieno impiego) l'occupazione è aumentata di +250.000 nuove unità, battendo le aspettative di +200.000 e ben superiore al dato del mese precedente di 118.000 (rivisto al ribasso da 134.00). Se i dati di settembre avevano insinuato il dubbio che l'economia americana avesse raggiunto il suo limite massimo di espansione per la difficoltà delle imprese a trovare nuovi lavoratori, quelli di ottobre hanno riaperto la questione del limite effettivo. Soltanto la fiducia dei consumatori ha ripiegato in novembre, con una riduzione del Conference Board a 135.7 da 137.9, dimostrando forse che l'euforia dettata dai vantaggi della riforma fiscale si sta gradualmente smorzando.

Più incerti sono stati i dati dal lato dell'offerta che probabilmente ha risentito delle preoccupazioni sugli sviluppi della guerra commerciale in atto. In ottobre, la produzione industriale è aumentata limitatamente di +0.1% m/m, dopo un +0.2% del mese precedente. Gli ordini di beni durevoli hanno registrato un pesante calo di -4.4% m/m, con una revisione al ribasso del dato di settembre a -0.1% da +0.8%. Se si escludono i trasporti, resta in ogni caso un incremento limitato a +0.1%, deludendo le aspettative di +0.4%. Le vendite di nuove case ha registrato una diminuzione di -8.9%, confermando le difficoltà del settore edilizio. La fiducia dei produttori, misurata attraverso l'indice ISM, infine, ha ripiegato ancora una volta a quota 57.7 da 59.8 di settembre, nel settore manifatturiero (si ricorda che era a 61.3 in agosto) e a quota 60.3 da 61.6, nel settore dei servizi. L'accordo raggiunto sulle tariffe a fine novembre tra USA e Cina, che rinvia di tre mesi l'eventuale incremento dei dazi dal 10% al 25% su merci importate dalla Cina per un controvalore di 200 miliardi di dollari, inizialmente previsto dall'1 gennaio 2019, potrebbe ridare fiducia ai produttori, ma è prematuro trarre conclusioni.

## USA

*La domanda rimane forte, mentre l'offerta s'indebolisce. Si allentano i rischi inflazionistici*

In sintonia con il ridimensionamento della crescita economica, si sono allentati i rischi inflazionistici. In ottobre, la variazione tendenziale dell'indice PCE (*Personal Consumption Expenditures*, preferito dalla Fed) in termini globali è rimasta ferma a +2% a/a e quella relativa all'indice *core*, depurato dalle componenti più volatili di alimentari ed energia, si è leggermente ridimensionata a +1.8% a/a da +1.9%. Il rilevante calo del prezzo del petrolio registrato in novembre dovrebbe garantire un sentiero inflazionistico più moderato rispetto a quanto atteso nel mese scorso. Soltanto i salari hanno dato segnali di tensione, con una variazione tendenziale di +3.1% a/a da +2.8% di settembre.

Alla luce della precedente analisi, riteniamo che, in un contesto di minori tensioni inflazionistiche dal lato delle materie prime e di una crescita ancora solida ma in ridimensionamento, la Fed potrebbe attuare un altro rialzo dei tassi ufficiali di 25 punti base a dicembre di quest'anno, ma successivamente assuma un atteggiamento neutrale (Scenario C – probabilità 60%), in attesa degli sviluppi sulla guerra dei dazi.

In Giappone, i dati preliminari sul PIL del terzo trimestre evidenziano la fragilità del ciclo economico nipponico, con alternanza di trimestri positivi e negativi. Dopo un calo del PIL in termini congiunturali di -0.2% t/t nei primi tre mesi dell'anno in corso e un recupero di +0.8% t/t nel secondo trimestre (rivisto al rialzo da +0.7%) nel terzo la crescita è di nuovo arretrata di -0.3% t/t, portando quella tendenziale a +0.4% a/a da +1.4% dei tre mesi precedenti. Tutte le componenti hanno sofferto, contribuendo negativamente al ciclo economico con un -0.1% t/t ciascuna, salvo la spesa pubblica che però non ha dato alcun supporto. I consumi languono (-0.1%) gli investimenti scendono (-0.5% dopo il buon +1.8% del secondo trimestre) le importazioni e le esportazioni si sono contratte di -1.4% e -1.8%, rispettivamente. Questi dati, tuttavia, vanno interpretati con cautela, perché distorti da una serie di disastri naturali come inondazioni, un tifone e un terremoto che hanno colpito seriamente l'attività economica.

I dati mensili, relativi prevalentemente a ottobre, quindi rilevanti per conoscere l'andamento del ciclo economico nipponico nel quarto trimestre ancora non noto, hanno evidenziato un certo recupero sia dal lato dell'offerta sia della domanda, spesso sorprendendo in positivo le aspettative degli economisti. La produzione industriale ha messo a segno un buon incremento di +2.9% m/m, battendo le attese, sia pur positive, di +1.2% e ritrovando la forza dopo il calo di -0.4% di settembre (rivisto al rialzo da -1.1%). È pur vero che gli ordini di macchinari industriali hanno subito una pesante contrazione di -18.3% m/m, ma si riferiscono a settembre, quindi distorti dalle condizioni meteorologiche sfavorevoli, e inoltre va tenuto conto che nei mesi precedenti di luglio e agosto erano cresciuti di +6.8% e +11% m/m, rispettivamente. Le vendite al dettaglio sono aumentate di +1.2% m/m, sopra l'atteso +0.4%, superando lo stallo di settembre quando avevano registrato un limitato +0.1% (rivisto da -0.2%). Il mercato del lavoro non ha dato segnali rilevanti, rimane solido, anche se il tasso di disoccupazione ha aggiustato leggermente verso l'alto al 2.4% dal 2.3% di settembre.

Più delicata è la situazione del canale estero: in ottobre, il miglioramento delle esportazioni, aumentate di +4.3% m/m, non ha evitato un preoccupante ampliamento del deficit commerciale a 302.7 miliardi di yen a fronte di un'aspettativa di 63.2.

Gli unici dati relativi a novembre riguardano la fiducia dei produttori e dei consumatori. La prima ha dimostrato più incertezza con un calo del PMI a quota 51.8 da 52.9 del mese precedente (quest'ultimo rivisto da 53.1) forse più vulnerabile rispetto ai timori di un ridimensionamento del ciclo economico internazionale. Quella dei consumatori ha aggiustato leggermente verso il basso, a 42.9 da 43.

La dinamica inflazionistica ha registrato qualche progresso, ma la sua debolezza resta sempre un problema per la Banca Centrale. In ottobre, la variazione tendenziale

## GIAPPONE

*I dati del terzo trimestre sono distorti dai disastri naturali. Quelli mensili di ottobre recuperano*

dell'indice dei prezzi in termini globali si è portata a +1.4% a/a da +1.2% del mese precedente, a +1.1% da +1% in termini d'indice *core*.

In Area Euro, non ci sono nuove informazioni sui dati trimestrali rispetto al mese scorso. Sulla base del preliminare in forma aggregata del PIL per il momento si può solo ribadire il ridimensionamento della crescita nel terzo trimestre a +0.2% t/t in termini congiunturali e a +1.7% a/a tendenziali, rispetto a +0.4% t/t e +2.2% a/a del trimestre precedente. L'unica cosa che si può aggiungere è che **la minor crescita è dovuta al calo del PIL tedesco (-0.2% t/t) e di quello italiano (-0.1%)**.

I dati mensili, relativi prevalentemente a settembre, ci dicono che **la debolezza della domanda, già emersa con i dati di agosto, ora si è estesa anche all'offerta**. La produzione industriale è diminuita di -0.3% m/m, invertendo la tendenza positiva di +1.1% del mese precedente (rivisto da +1%) anche se la contrazione è inferiore alle attese (-0.4%). Meglio ha fatto il settore delle costruzioni con un incremento di +2% m/m, dopo i cali di -0.1 di luglio e -0.6% di agosto (rivisto da -0.5%). Dal lato della domanda, **le vendite al dettaglio sono in stallo**, risultando invariate rispetto ad agosto. Gli economisti si attendevano un risultato limitatamente positivo di +0.1%. Va ricordato, tuttavia, che il dato del mese precedente è stato rivisto al rialzo a +0.3% da -0.2% e che **il mercato del lavoro si mantiene in buona salute**, con un tasso di disoccupazione stabile all'8.1% in ottobre. **Il canale estero mostra i segni della guerra commerciale e di una criticità peculiare momentanea del settore auto tedesco**: in settembre, le esportazioni sono diminuite di -1.6% m/m a fronte di una scarsa reattività delle importazioni aumentate di +0.2%. **La minore forza del ciclo economico e la guerra dei dazi hanno continuato a erodere la fiducia di produttori e consumatori**. In novembre, l'ESI (*Economic Sentiment Indicator*) si è nuovamente ridimensionato a quota 109.5 da 109.7 del mese precedente e il PMI, che interpreta specificatamente la fiducia dei produttori, è diminuito a 51.5 da 52 nel settore manifatturiero e a 53.1 da 53.7 in quello dei servizi. Entrambi hanno deluso le aspettative.

Coerentemente con il ridimensionamento della crescita e il recente calo del prezzo del petrolio, i rischi inflazionistici sono diminuiti: in novembre, la variazione tendenziale dell'indice globale dei prezzi al consumo HCPI (*Harmonized Consumer Price Index*) si è portata a +2% a/a da +2.2% del mese precedente, e quella *core* a +1% a/a da +1.1%.

Alla luce di 1) una crescita moderata dell'Area Euro, 2) un rallentamento generalizzato a livello globale, 3) le incognite derivanti dal quadro dei conti pubblici italiani, 4) il rischio di un rafforzamento dei populismi in sede di elezioni del Parlamento europeo a maggio, è molto probabile che la BCE mantenga una politica monetaria accomodante dopo l'esaurimento del *Quantitative Easing*, fissato per fine dicembre di quest'anno, lasciando invariati i tassi per tutto il 2019 (Scenario C – 60%).

In Germania, i dati trimestrali del PIL relativi al terzo trimestre hanno registrato una brusca frenata, con un calo congiunturale di -0.2% t/t che ha limitato la crescita economica in termini tendenziali a solo +1.2% a/a. Nel trimestre precedente, il PIL tedesco aveva segnato un +0.5% t/t e +1.9% a/a, rispettivamente. Come sottolineato dallo stesso Presidente della BCE, Mario Draghi, **dovrebbe trattarsi di un fattore temporaneo dovuto a criticità nel settore dell'auto**. La nuova normativa che vieta la circolazione delle vecchie auto diesel ha colpito i consumi, che sono scesi di -0.3% t/t, e le esportazioni, diminuite di -0.9%. I primi, infatti, hanno sottratto crescita al PIL per un -0.1% t/t e le seconde, lette assieme alle importazioni (aumentate di +1.3%) hanno contribuito negativamente per un -1% t/t. **Il risultato complessivo del PIL è stato arginato da un importante accumulo di scorte di +0.7%, che, con molta probabilità, riflette merce invenduta**. La spesa pubblica è rimasta neutrale e gli investimenti fissi hanno contribuito per un limitato +0.2% t/t.

## AREA EURO

*La debolezza della domanda registrata in agosto, si è trasferita in settembre anche all'offerta*

## Germania

I dati mensili, relativi prevalentemente a settembre, quindi poco significativi perché rientranti nel terzo trimestre sopra analizzato, hanno confermato la debolezza del ciclo economico soprattutto dal lato della domanda. Le vendite al dettaglio hanno proseguito lungo la tendenza negativa dei mesi precedenti, registrando una contrazione di -0.3% m/m, contro un'aspettativa in controtendenza di +0.4% e in linea con la dinamica di agosto (-0.3%). Dal lato dell'offerta, il quadro è più incoraggiante. In settembre, la produzione industriale, le costruzioni e gli ordini sono risultati tutti positivi, con incrementi di +0.2% m/m, +2.2% e +0.3%, rispettivamente.

I dati disponibili per novembre, che possono dare un'indicazione di come evolverà la crescita economica nel quarto trimestre ancora non noto, sono contrastanti. Da un lato, il mercato del lavoro ha registrato nuovi progressi con un tasso di disoccupazione sceso ulteriormente al 5% dal 5.1% di ottobre. Dall'altro, sulla fiducia dei produttori pesano ancora una volta l'incognita della guerra commerciale e la prospettiva di un ridimensionamento del ciclo economico a livello internazionale: l'indice Ifo si è ridimensionato a 102 da 102.9 di ottobre e il PMI è sceso a 51.6 da 52.2 nel settore manifatturiero, a 53.3 da 54.7 in quello dei servizi.

L'inflazione globale ha iniziato a rientrare dal massimo registrato in ottobre: in novembre, la variazione tendenziale dell'indice HCPI si è ridimensionata a +2.2% a/a da +2.4% del mese precedente. È vero che il *core* è aumentato a +1.5% a/a da +1.2% del mese precedente, ma si riferisce ad ottobre. Da qui in poi dovrebbe seguire la tendenza al ridimensionamento già verificatasi sul globale, riflettendo il calo del prezzo del petrolio iniziato a ottobre e potenziatosi nel mese successivo.

In Francia, la revisione dei dati sul PIL del terzo trimestre non ha modificato la crescita congiunturale di +0.4% t/t emersa con le rilevazioni preliminari. Nonostante l'aumento comunque rilevante nei tre mesi, la variazione tendenziale si è ulteriormente ridimensionata a +1.4% a/a (rivisto da +1.5%) da +1.6% del secondo trimestre. Anche se l'economia d'oltralpe ha perso mezzo punto percentuale dalla fine del 2017, si ritrova a essere la locomotiva dell'Area Euro, un ruolo generalmente ricoperto dalla Germania. Questo deriva probabilmente dal fatto che è un Paese meno *export oriented* e quindi risente in misura più limitata della guerra dei dazi. La revisione dei dati ha redistribuito la crescita più equamente tra le diverse componenti: i consumi, gli investimenti fissi e il canale estero hanno supportato il ciclo economico in modo paritetico con un contributo di +0.2% t/t, ciascuno. Solo le scorte hanno sottratto forza con un decumulo di -0.3% t/t, rivisto da -0.2%.

I dati mensili sono positivi, soprattutto quelli riferiti a ottobre e novembre, che danno informazioni sul quarto trimestre ancora non noto. La produzione industriale ha registrato un forte calo di -1.8% m/m, ma riguarda settembre, quindi rientra nell'analisi trimestrale sopra riportata. In ottobre, gli indicatori delle vendite al dettaglio e dei consumi delle famiglie sono aumentati di +0.5% m/m e +1.1%, rispettivamente, invertendo la tendenza negativa del mese precedente di -1.2% e -2.1%. La dinamica positiva della domanda interna è supportata dal buon andamento del mercato del lavoro: il tasso di disoccupazione ha messo a segno un importante ridimensionamento, portandosi all'8.9% dal 9.3% di settembre. In novembre, la fiducia dei produttori e consumatori non ha registrato variazioni rilevanti. La prima, letta attraverso l'indice Insee, si è portata a quota 105 da 104 di ottobre, battendo leggermente le aspettative di 103. Anche se è da sottolineare che l'indice PMI si è un po' ridimensionato sia nel settore manifatturiero, a 50.7 da 51.2, sia in quello dei servizi, a 55 da 55.3. La fiducia dei consumatori ha subito un lieve calo a 92 da 95 di ottobre.

Come per gli altri Paesi dell'Area Euro, i rischi inflazionistici, che per la Francia erano più evidenti perché più sensibile ai rincari del greggio, sono diminuiti. In novembre, la variazione tendenziale dell'indice HCPI globale è scesa a +2.2% a/a da +2.5% a/a del

Francia

mese precedente e il *core* a +0.7% da +0.8% di ottobre, aumentando la distanza dall'obiettivo del 2% della BCE.

In Italia, rispetto al mese scorso, sono disponibili informazioni sul PIL del terzo trimestre anche per le componenti. L'aggregato è stato rivisto al ribasso, portando la variazione trimestrale a -0.1% t/t da 0% e quella tendenziale a +0.7% a/a da 0.8%, a testimoniare che l'economia risente non solo delle difficoltà comuni all'intera Area Euro, ma anche di quelle interne relative all'incertezza sui conti pubblici. Gli investimenti fissi, dopo l'incoraggiante dinamica positiva di +2.8% t/t nel secondo trimestre, che li aveva resi la forza trainante dell'economia, con un supporto alla crescita di +0.5%, **hanno invertito la rotta**, registrando una diminuzione di -1.1% t/t e un contributo negativo di -0.2%. La mancanza di chiarezza da parte del Governo in termini di politica fiscale, prima, e gli scarsi incentivi destinati alle imprese nella manovra di bilancio 2019, poi, hanno smorzato gli entusiasmi dei produttori che hanno preferito assumere un atteggiamento attendista nelle decisioni d'investimento. **I consumi sono rimasti fermi** com'era accaduto nel secondo trimestre e insieme a scorte e spesa pubblica non hanno dato alcun contributo alla crescita del PIL. Sorprendentemente l'unica componente che ha supportato il ciclo economico italiano è stata quella del canale estero, anche se limitatamente a un +0.1%. La dinamica positiva delle esportazioni (+1.1% t/t) è risultata più incisiva di quella delle importazioni (+0.8%), probabilmente beneficiando della debolezza dell'euro.

I dati mensili che si riferiscono a settembre sono poco rilevanti perché inclusi in quelli trimestrali sopra menzionati e confermano il quadro negativo. La produzione industriale e gli ordini all'industria sono diminuiti di -0.2% m/m e -2.9%, rispettivamente, smorzando gli entusiasmi delle rilevazioni riferite ad agosto di +1.7% e +4.9%. Solo le costruzioni hanno registrato un incremento di +1.3% m/m. Le vendite al dettaglio sono scese di -0.8% annullando il risultato positivo di agosto di +0.6% (rivisto da +0.7%). I dati relativi a ottobre ci dicono che la crescita nel quarto trimestre potrà contare solo sulla domanda estera. Il peggioramento delle condizioni del mercato del lavoro probabilmente penalizzerà i consumi interni. Il tasso di disoccupazione è aumentato al 10.6% dal 10.3% di settembre e quest'ultimo è stato rivisto al rialzo dal 10.1%. Per contro, le esportazioni verso i Paesi extra UE hanno registrato un forte incremento di +5.3% m/m a fronte d'importazioni deboli (-0.1%) consentendo al surplus commerciale di raddoppiare rispetto al mese precedente.

In novembre, la fiducia di produttori e consumatori è stata messa a dura prova dallo scontro tra il Governo italiano e la Commissione Europea sulla questione dei conti pubblici. Gli indicatori Istat hanno subito pesanti correzioni verso il basso: la fiducia dei consumatori è scesa a quota 114.8 da 116.5 (quest'ultimo rivisto da 116.6) deludendo le aspettative degli analisti (116); quella delle imprese è diminuita a 104.4 da 104.9 nel settore manifatturiero e a 101.8 da 103.6 (in settembre era a 105.1) in quello dei servizi. Va sottolineato, inoltre, che il PMI, disponibile soltanto per ottobre, è sceso in entrambi i settori sotto la soglia dei 50 punti che indica un'attività economica in contrazione: a 49.2 sia nel manifatturiero sia nei servizi.

L'inflazione è rimasta invariata. In novembre, la variazione tendenziale dell'indice HCPI globale si è fermata a +1.7% a/a e quella *core* a +0.9% a/a.

Gli occhi restano ancora puntati sui conti pubblici. Le trattative in corso tra Governo e Commissione Europea per una ridefinizione della manovra di bilancio potranno forse evitare la procedura d'infrazione per debito eccessivo, ma la debolezza del ciclo economico, in ogni caso, manterrà alta l'attenzione sulla capacità di contenere il rapporto deficit/PIL.

Sulla base delle considerazioni precedenti, sono stati definiti i seguenti tre scenari:

## Italia

## GLI SCENARI

## A (20%)

**USA:** un accordo con la Cina sui dazi che scongiura un'escalation delle ritorsioni lascia più spazio al proseguimento della crescita economica, che pur in ridimensionamento mantiene un passo robusto al +3% a/a. L'inflazione si mantiene intorno al 2% a/a. La forza del mercato del lavoro con salari in aumento impone alla Fed due rialzi dei tassi ufficiali a dicembre del 2018 e a marzo del 2019, di 25 punti base ciascuno. Nel medio termine, il decennale si spinge intorno al 3.1% e il dollaro mantiene la sua forza fino a dicembre, poi si deprezza leggermente intorno a quota 1.14 nei confronti dell'euro.

**Area Euro:** la crescita solida si rafforza sopra il 2% a/a, anche grazie all'accordo Trump-Juncker per l'azzeramento dei dazi tra le due aree e l'inflazione si porta verso il 2% a/a. La BCE mantiene un atteggiamento accomodante di politica monetaria, focalizzando l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio e rinviando all'autunno del 2019 un rialzo dei tassi ufficiali. In Italia, la legge di bilancio, pur sfiorando i limiti imposti dalla Commissione Europea, evita la procedura d'infrazione per eccessivo debito pubblico. I rendimenti sui titoli di Stato italiani restano elevati in sintonia con il resto dell'area, intorno al 3.25% sulla scadenza decennale e lo *spread* intorno ai 285 punti base nei confronti del *Bund* tedesco.

## B (20%)

**USA:** il protrarsi delle trattative con la Cina sui dazi frena la crescita per aspettative di ritorsioni tra Paesi e il venir meno dell'effetto espansivo della politica fiscale porta a un ridimensionamento del PIL intorno a +2/2.5% a/a nel medio termine. L'importante calo del prezzo del petrolio e il venir meno della tensione sui salari, a causa del ripiegamento del ciclo economico, fanno rientrare i rischi inflazionistici. Il timore da parte della Fed che dopo nove anni di crescita ininterrotta s'innesci un trend negativo fa rientrare le esigenze di ulteriori rialzi dei tassi ufficiali. I rendimenti del decennale tornano ben sotto il 3% e il dollaro si deprezza verso quota 1.16 nei confronti dell'euro.

**Area Euro:** la crescita si ridimensiona sotto il 2% a/a a causa del protezionismo e del ridimensionamento della domanda a livello internazionale. La BCE mantiene un atteggiamento accomodante di politica monetaria, focalizzando l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio per tutto il 2019. In Italia, lo scenario di minore crescita globale e uno stallo nella domanda interna enfatizzano il problema dell'elevato debito pubblico penalizzando fortemente i rendimenti sui titoli di Stato italiani che aumentano anche sopra il 3.5% sul decennale. Lo *spread* può spingersi oltre i 330 punti base rispetto al *Bund*.

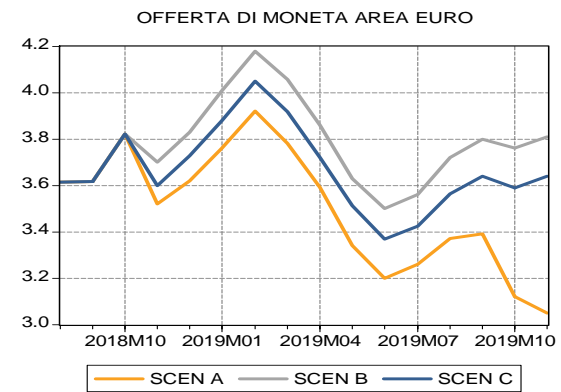
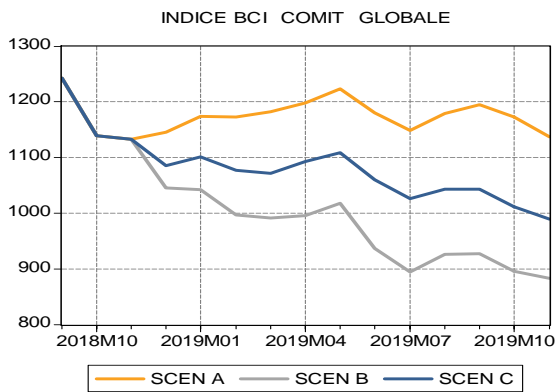
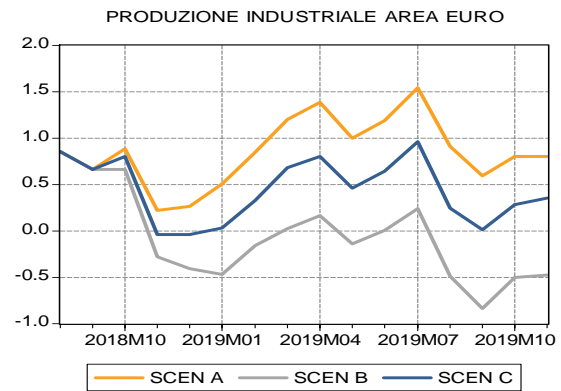
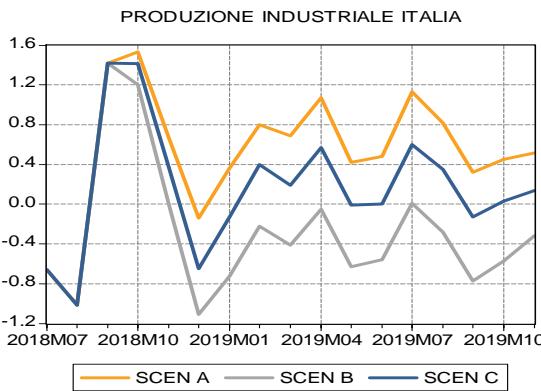
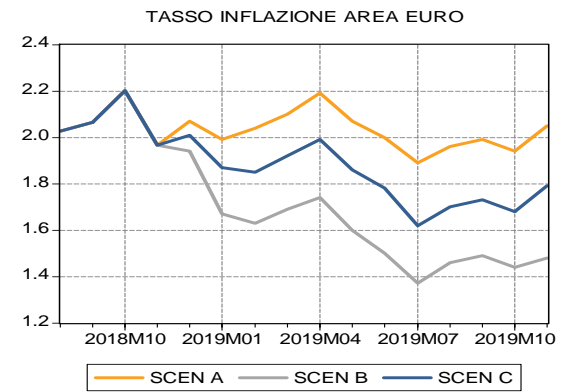
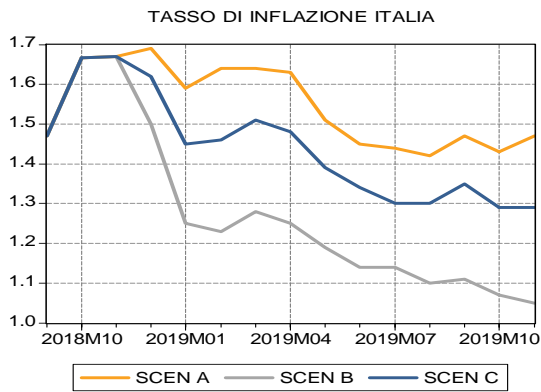
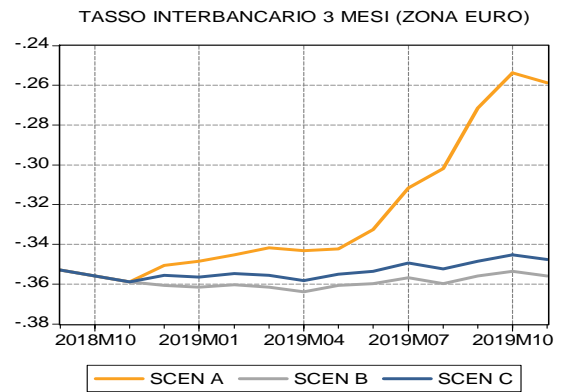
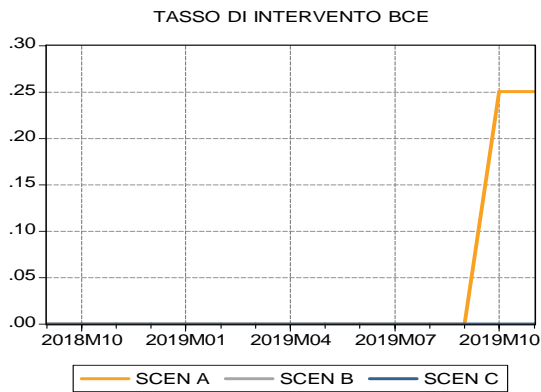
## C (60%)

**USA:** un accordo con la Cina sui dazi che scongiura un'escalation delle ritorsioni lascia più spazio al proseguimento della crescita economica, che, pur in ridimensionamento, mantiene un passo robusto al +3% a/a. I rischi inflazionistici derivanti dalla forza del mercato del lavoro sono mitigati dal ridimensionamento del prezzo del petrolio, pertanto la Fed si limita ad aumentare i tassi ufficiali solo a dicembre del 2018. Nel 2019 assume un atteggiamento neutrale di politica monetaria. I rendimenti sul decennale americano restano intorno al 3% e il dollaro intorno a quota 1.15 nei confronti dell'euro.

**Area Euro:** continua la crescita positiva anche se meno intensa del 2017, rimanendo intorno al 2% a/a, con un'inflazione *core* ancora moderata ben sotto il 2% a/a. La BCE mantiene un atteggiamento accomodante di politica monetaria, focalizzando l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio per tutto il 2019. In Italia, la probabile procedura d'infrazione per debito pubblico eccessivo penalizza i rendimenti sui titoli di Stato, che si portano sopra il 3.3% sul decennale, con uno *spread* BTP/*Bund* intorno ai 300 punti base.

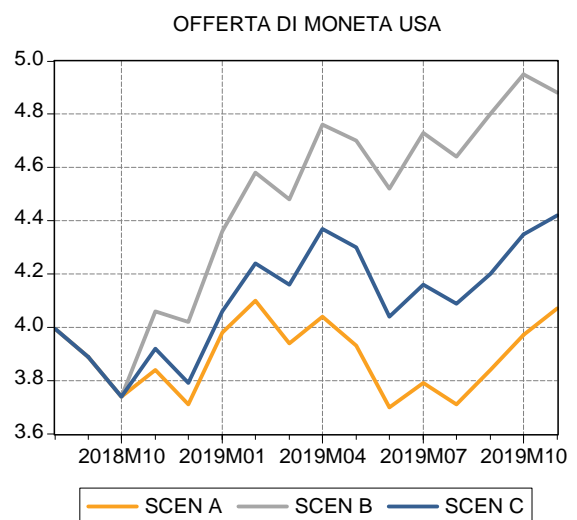
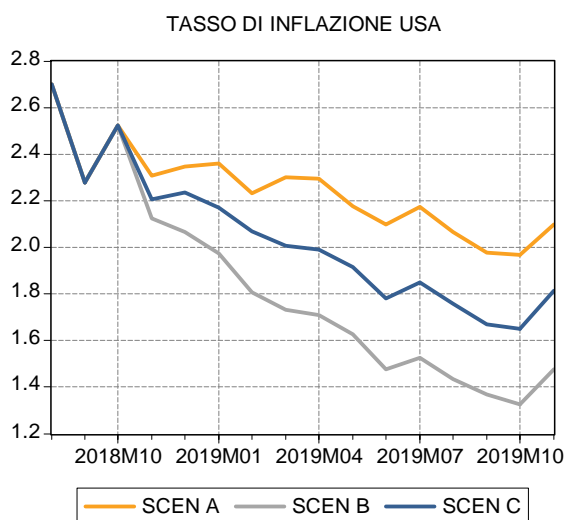
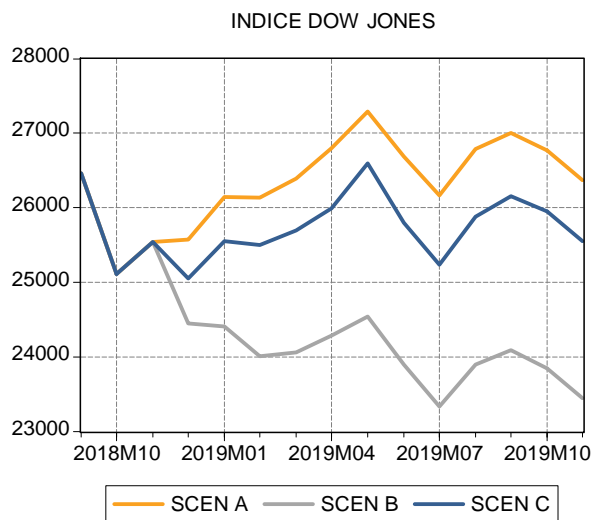
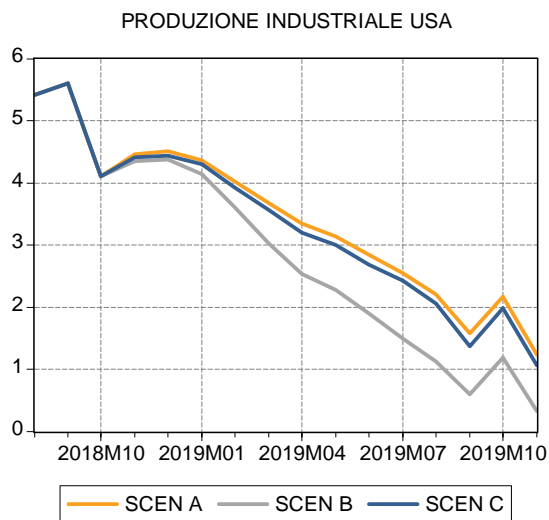
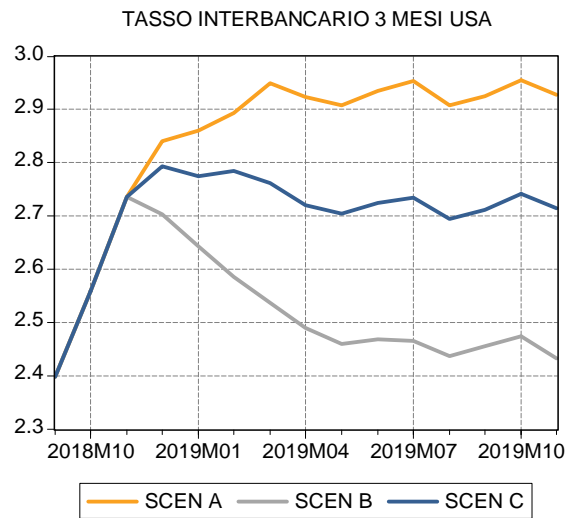
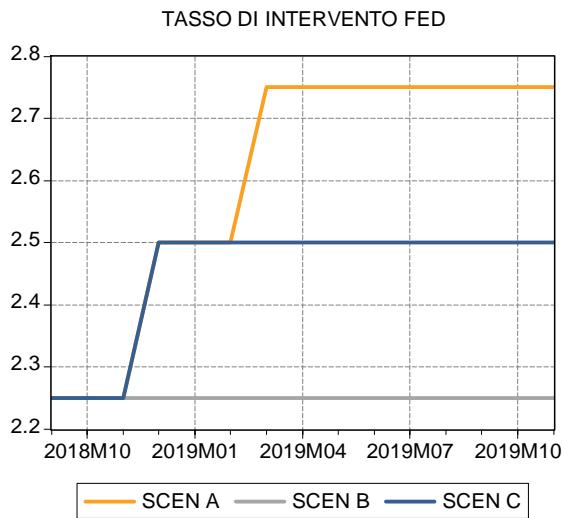
## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

### Dati mensili



## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ESOGENE

### Dati mensili



## COMMENTO AI RISULTATI DEL MODELLO

I tassi interbancari europei continuano a rimanere piatti su livelli minimi. In novembre il tasso a un mese è rimasto stabile a -0.41, il tre mesi è sceso a -0.36% da -0.35% e il 6 mesi a -0.33% da -0.32%. **Una crescita economica positiva ma meno intensa del 2017 e un'inflazione *core* moderata potrebbero consentire alla BCE di mantenere un atteggiamento accomodante per tutto il 2019 (scen. C e B).** Se le dinamiche dovessero accelerare, potrebbe prospettarsi un primo rialzo nell'autunno del 2019 (scen. A). **I saggi interbancari sono visti comunque stabili o in tenue ripresa** (tra -0.3 e -0.4% per le scadenze a 1 e 3 mesi e tra -0.2 e -0.3% il 6 mesi).

I rendimenti della struttura a termine italiana, pur risentendo dell'incertezza politica attuale e del rischio che sia approvata dalla Commissione Europea la procedura per debito pubblico eccessivo, in novembre hanno corretto al ribasso di circa 20-25 punti base su tutte le scadenze (+1.68%, +2.38%, +2.86% e +3.25% per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni, rispettivamente da +1.95%, +2.65%, +3.11% e +3.44%). Questa correzione, oltre al probabile intervento della BCE con acquisti di titoli nell'ambito del QE, potrebbe essere imputabile anche all'effetto trascinarsi dei titoli statunitensi, in calo per il timore che la guerra commerciale alimenti il rallentamento dell'economia globale e conduca alla prossima fase recessiva del ciclo. **Nello scenario C l'accordo USA-Cina ha esito positivo e i rischi inflazionistici rimangono moderati.** La Fed decide quindi di aumentare i tassi solo a dicembre 2018. La BCE, con una crescita in ridimensionamento ma positiva e l'inflazione *core* sotto il target, mantiene un atteggiamento accomodante focalizzando l'attenzione sui reinvestimenti dei titoli già in portafoglio. In Italia, tuttavia, la procedura d'infrazione per debito eccessivo penalizza i rendimenti dei titoli (a novembre 2019, 1.88%, al 2.67%, al 3.20% e al 3.54% rispettivamente per le scadenze a 3, 5, 7 e 10 anni). Nello scenario A, la crescita robusta e le tensioni sui prezzi derivanti dal mercato del lavoro spingono la Fed a rialzare i tassi ufficiali a dicembre 2018 e a marzo. In Europa la crescita si rafforza e l'inflazione *core* si porta verso il 2%. L'Italia, pur sfiorando i limiti della Commissione Europea, evita la procedura d'infrazione. La BCE rimane accomodante e rinvia il rialzo dei tassi all'autunno del 2019: i rendimenti italiani rimarrebbero comunque elevati, in sintonia con il resto dell'area (+1.80% il 3 anni, +2.56% il 5 anni, +3.09% il 7 anni e +3.43% il 10 anni a novembre 2019). Nello scenario B, le tensioni commerciali tra USA e Cina e il calo dell'impulso della politica fiscale determinano il rallentamento della crescita statunitense. Il timore che inizi una fase recessiva spinge la Fed a non effettuare più alcun rialzo nei prossimi dodici mesi. In Area Euro, il protezionismo e il calo della domanda internazionale limitano la crescita. La BCE mantiene un atteggiamento accomodante, tuttavia in Italia la minor crescita esacerba il problema del debito pubblico eccessivo penalizzando fortemente i rendimenti dei titoli di Stato (+2.14% il 3 anni, +2.88% il 5 anni, +3.39% il 7 anni e +3.74% il 10 anni alla fine dell'orizzonte di previsione).

In settembre i tassi medi sia sui depositi sia sui prestiti sono rimasti pressoché invariati rispetto al mese precedente (+0.4% e +2.6% rispettivamente). **In tutti gli scenari, il tasso sui depositi è visto tra +0.4 e +0.5% e quello sui prestiti tra +2.6 e +2.7% a fine periodo.**

In settembre i prestiti totali hanno proseguito, seppur rallentandola, la caduta iniziata a giugno (-1.8% a/a, da -1.9% di agosto) mentre i depositi hanno continuato ad aumentare (+4.8% a/a, da +4.1%). **In base alle simulazioni, in tutti gli scenari, la dinamica degli impieghi dovrebbe tornare positiva dal prossimo giugno (+1.3% a/a in C, +1.6% in A e +1.0% in B, a novembre 2019) e quella dei depositi totali dovrebbe rimanere sostenuta (+3.8%, +4.2% e +3.5% rispettivamente).**

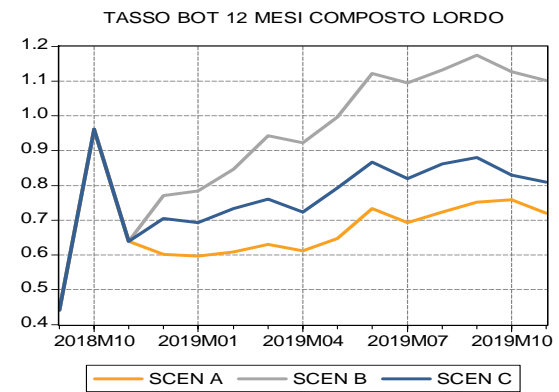
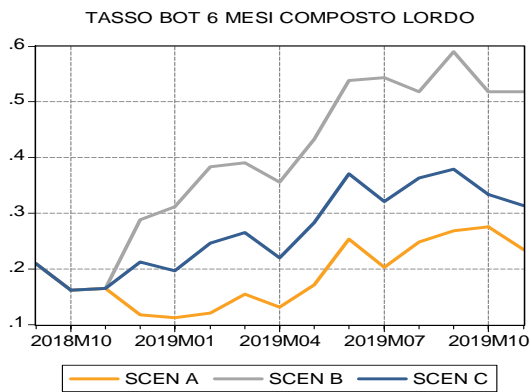
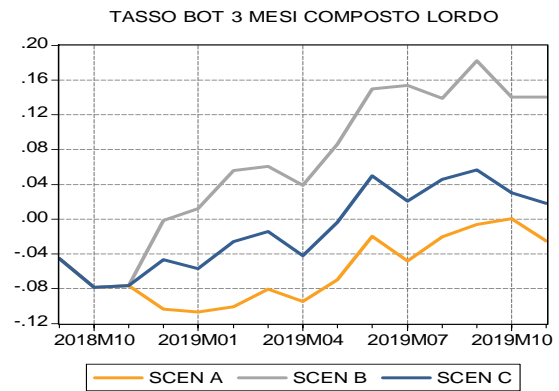
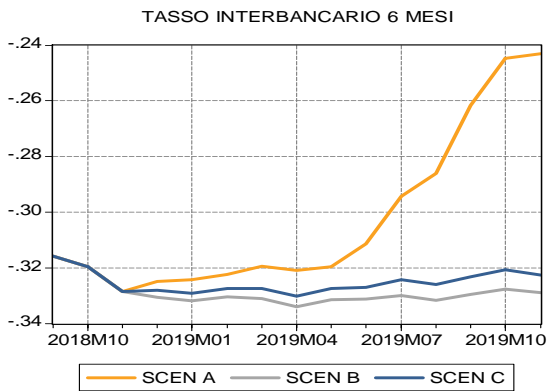
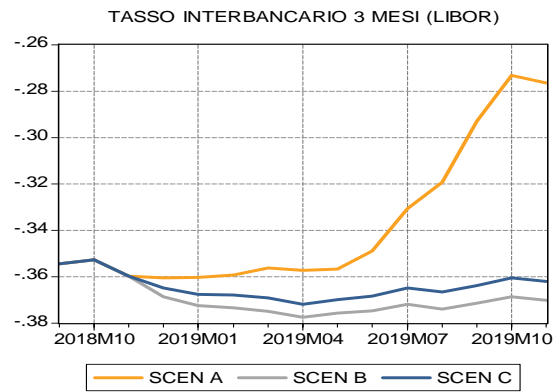
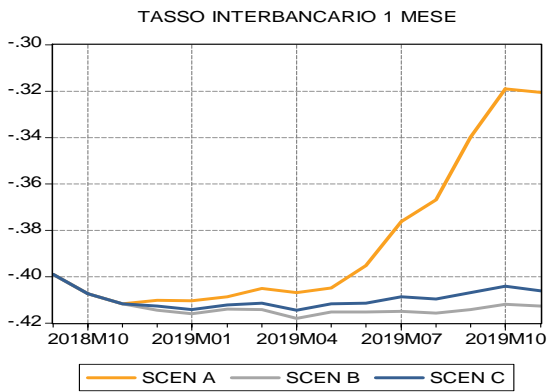
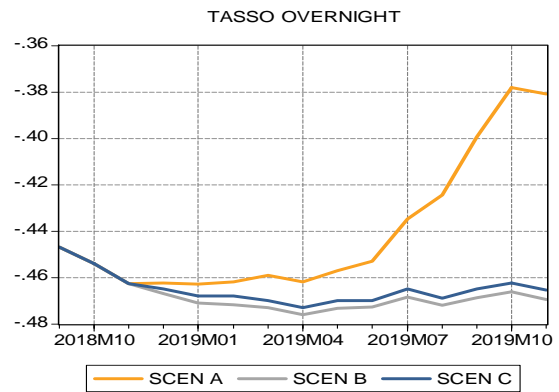
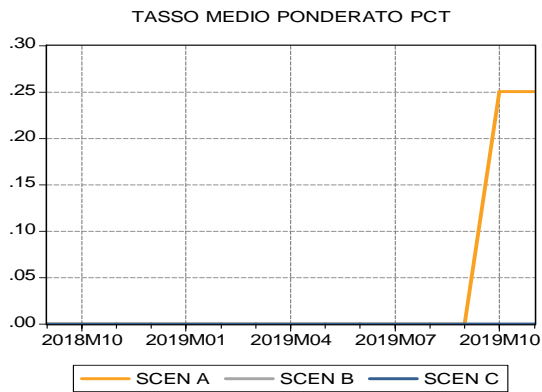
### TASSI INTERBANCARI

### STRUTTURA A TERMINE

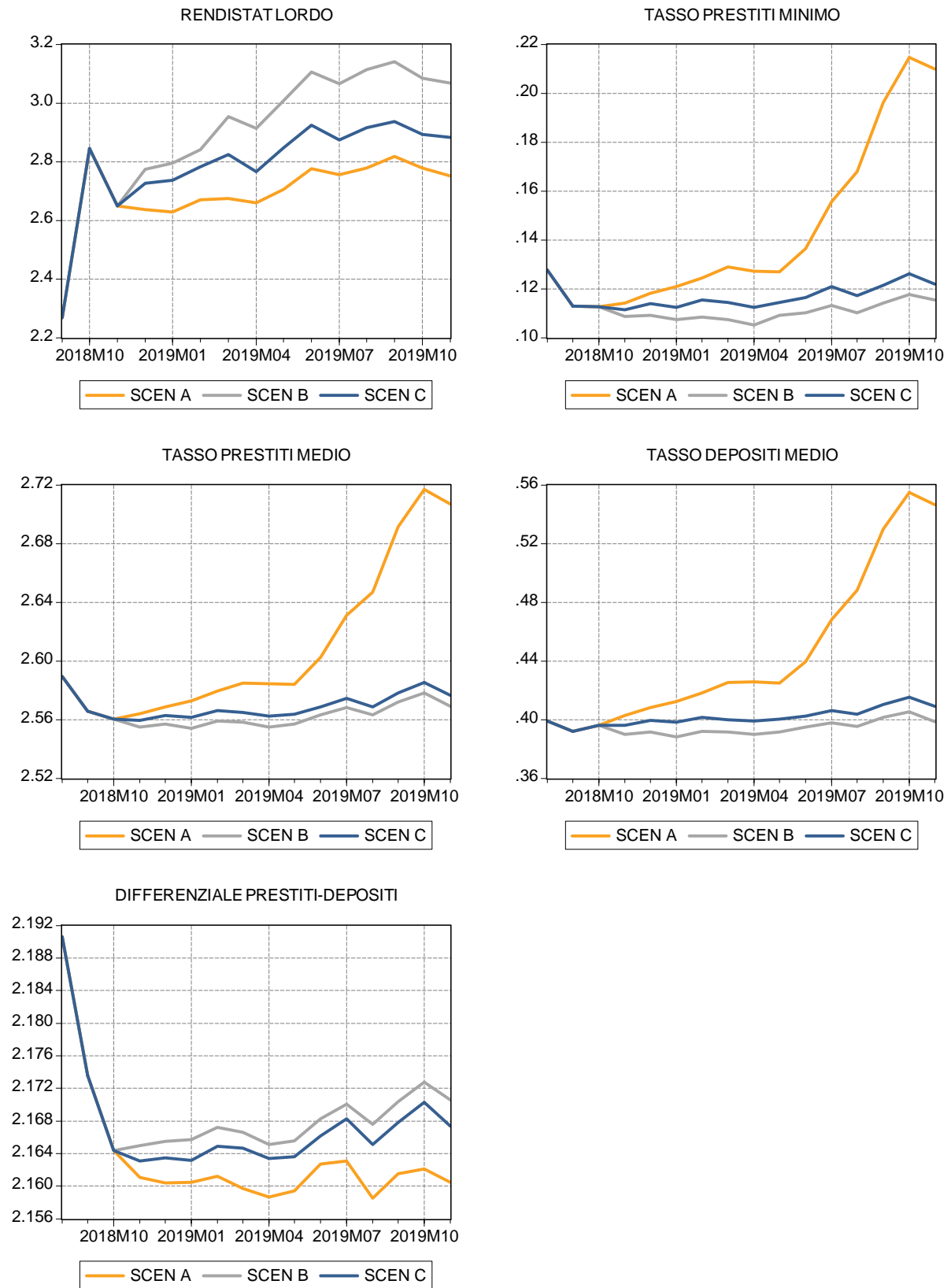
### TASSI BANCARI

### VOLUMI

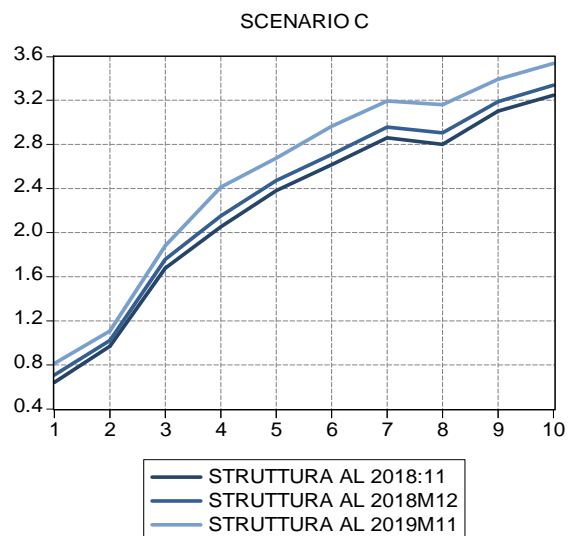
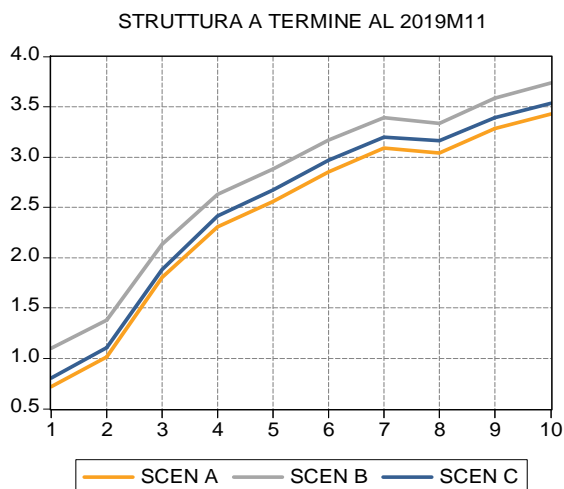
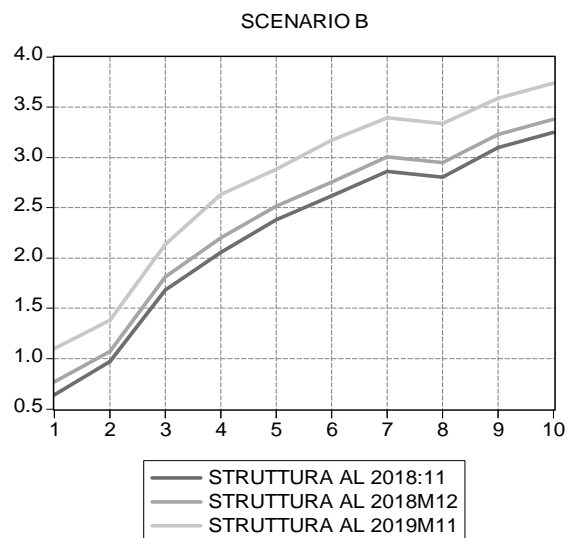
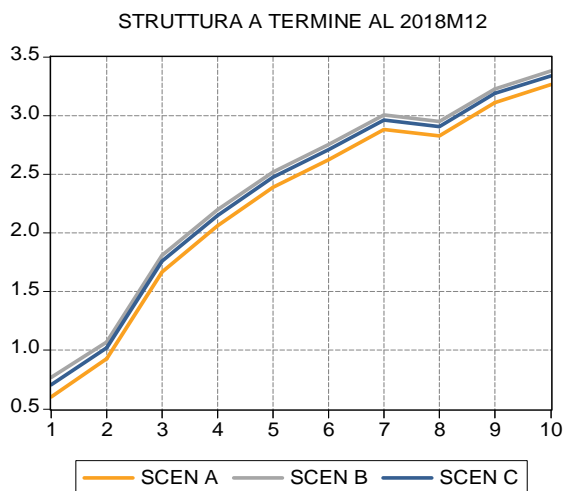
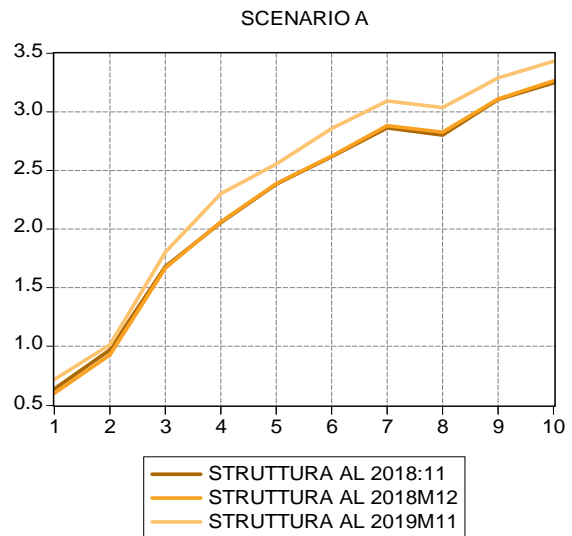
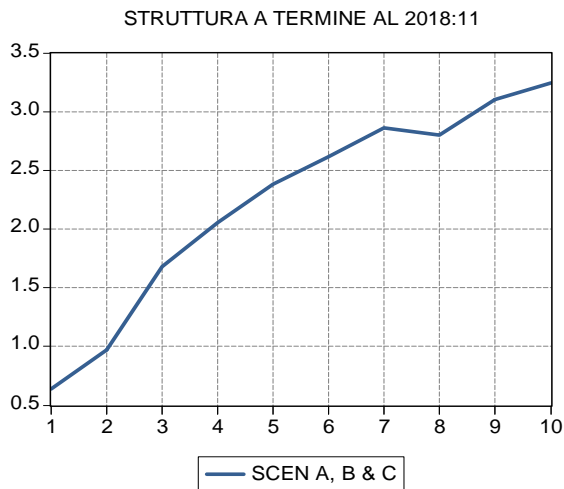
## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE TASSI - Dati mensili



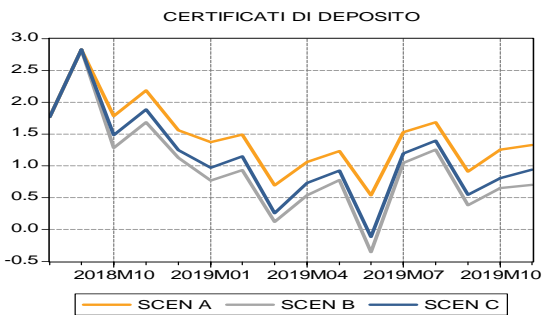
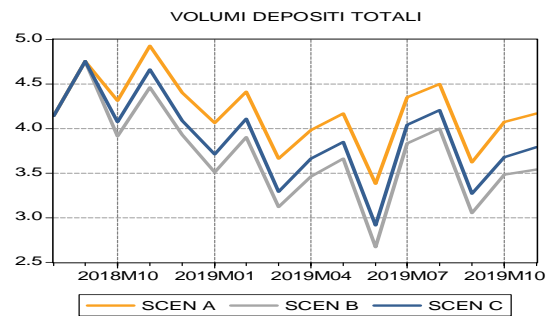
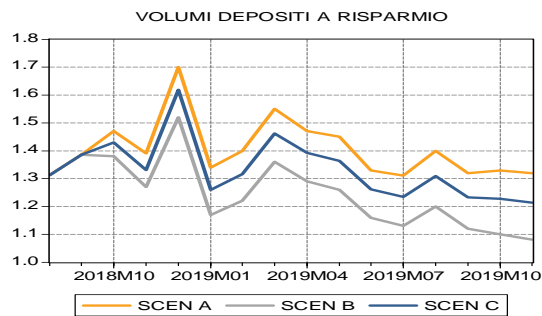
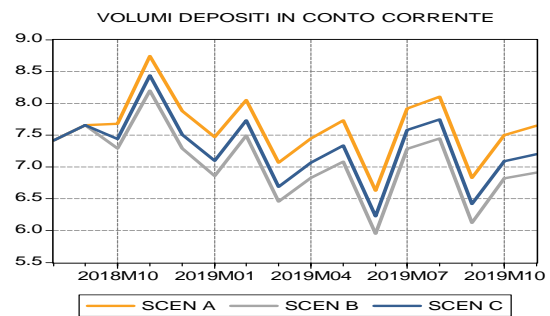
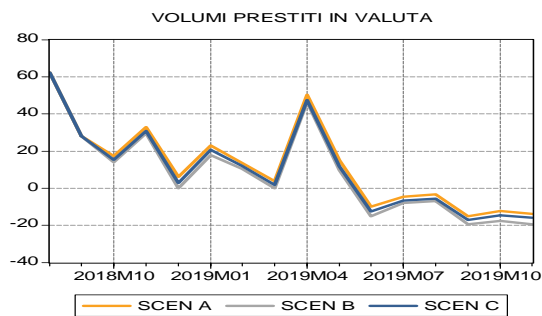
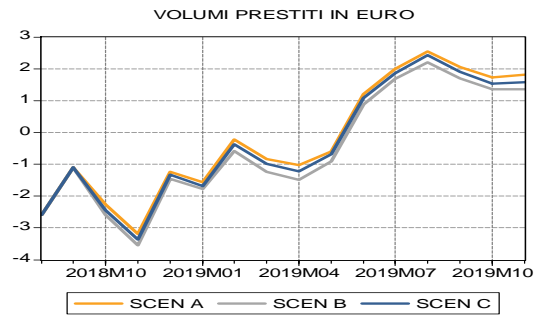
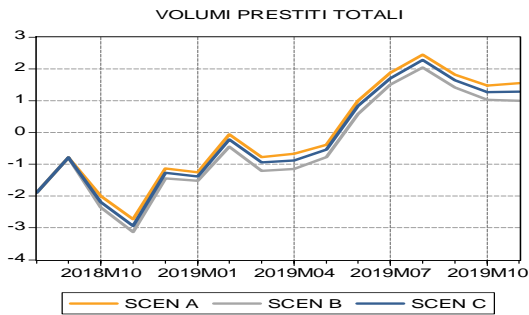
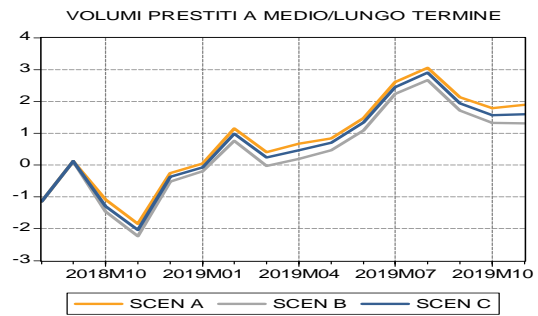
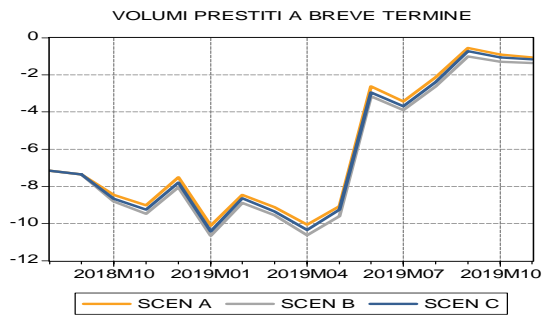
CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE  
TASSI - Dati mensili



### CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE STRUTTURA A TERMINE - Dati mensili



## CONFRONTO TRA SCENARI ALTERNATIVI: ENDOGENE VOLUMI - Dati mensili (Variazione % annua)



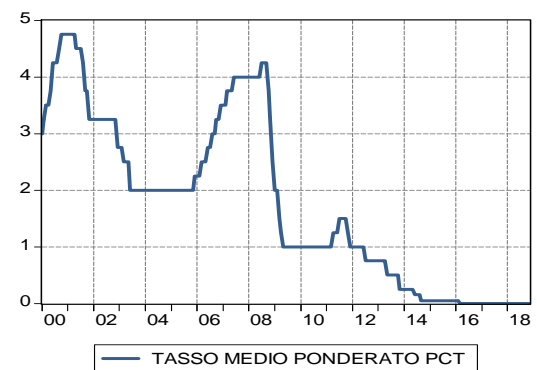
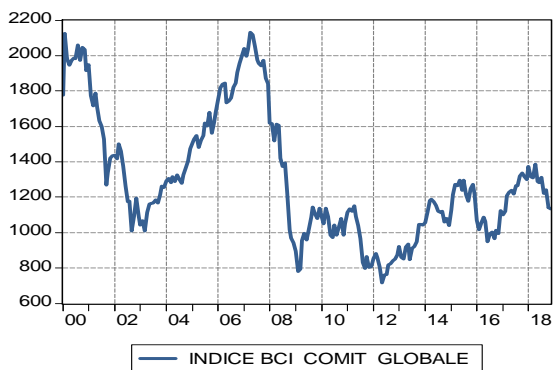
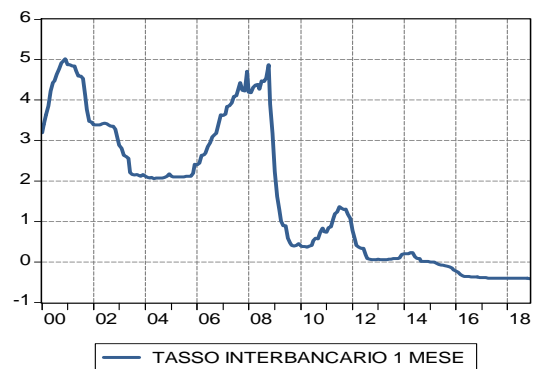
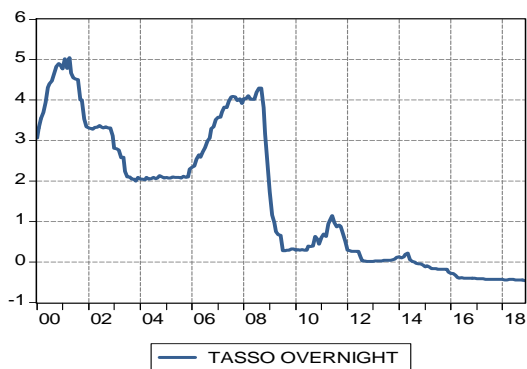
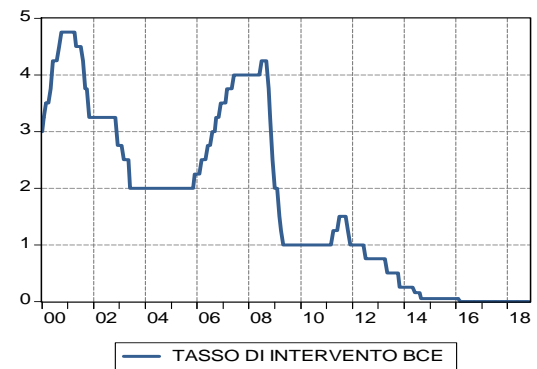
SCENARIO A	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9	19 10	19 11	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.25	
Indice BCI COMIT (livello)	1288	1284	1311	1221	1243	1139	1133	1145	1174	1173	1182	1198	1223	1180	1149	1179	1195	1173	1137	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.3	1.3	-0.7	-1.0	1.4	1.5	0.7	-0.1	0.4	0.8	0.7	1.1	0.4	0.5	1.1	0.8	0.3	0.4	0.5	
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.0	1.4	1.9	1.6	1.5	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4	1.5	1.4	1.5	
<b>ENDOGENE</b>																				
<b>TASSI</b>																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.25	
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.46	-0.46	-0.46	-0.46	-0.46	-0.46	-0.46	-0.46	-0.43	-0.42	-0.40	-0.38	-0.38	
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.40	-0.38	-0.37	-0.34	-0.32	-0.32	
T. Interb. 3m lett.	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.33	-0.32	-0.29	-0.27	-0.28	
T. Interb. 6m lett.	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32	-0.31	-0.29	-0.29	-0.26	-0.24	-0.24	
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.40	0.39	0.40	0.40	0.41	0.41	0.42	0.43	0.43	0.42	0.44	0.47	0.49	0.53	0.55	0.55	
T. Prestiti medio	2.62	2.60	2.59	2.59	2.57	2.56	2.56	2.57	2.57	2.58	2.59	2.58	2.58	2.60	2.63	2.65	2.69	2.72	2.71	
T.prest. medio - T.dep. medio	2.22	2.20	2.19	2.19	2.17	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	0.57	-0.11	-0.13	0.10	-0.05	-0.08	-0.08	-0.10	-0.11	-0.10	-0.08	-0.09	-0.07	-0.02	-0.05	-0.02	-0.01	0.00	-0.02	
T. BOT comp. lordo 6m	1.23	0.09	0.07	0.45	0.21	0.16	0.16	0.12	0.11	0.12	0.15	0.13	0.17	0.25	0.20	0.25	0.27	0.28	0.23	
T. BOT comp. lordo 12m	-0.37	0.56	0.34	0.69	0.44	0.96	0.64	0.60	0.60	0.61	0.63	0.61	0.65	0.73	0.69	0.72	0.75	0.76	0.72	
Rendistat lordo	1.49	2.12	2.00	2.45	2.27	2.84	2.65	2.64	2.63	2.67	2.67	2.66	2.71	2.78	2.76	2.78	2.82	2.78	2.75	
Rendistat netto	1.30	1.85	1.75	2.14	1.98	2.49	2.32	2.31	2.30	2.34	2.34	2.33	2.37	2.43	2.41	2.43	2.46	2.43	2.41	
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	1.40	1.13	1.26	2.11	1.78	1.95	1.68	1.67	1.67	1.68	1.72	1.69	1.74	1.82	1.78	1.81	1.84	1.83	1.80	
Rend. BTP a 5 anni	2.02	1.83	1.93	2.70	2.39	2.65	2.38	2.39	2.41	2.43	2.48	2.46	2.51	2.59	2.56	2.60	2.63	2.59	2.56	
Rend. BTP a 7 anni	2.39	2.30	2.37	3.01	2.78	3.11	2.86	2.88	2.92	2.96	2.99	2.98	3.03	3.11	3.09	3.13	3.17	3.11	3.09	
Rend. BTP a 10 anni	2.81	2.73	2.79	3.26	3.15	3.44	3.25	3.26	3.29	3.31	3.35	3.34	3.39	3.46	3.44	3.47	3.50	3.46	3.43	
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2373.219	2332.401	2309.823	2300.377	2328.955	2349.737	2355.472	2344.184	2349.387	2345.900	2357.97	2364.60	2364.00	2355.52	2353.18	2356.62	2371.40	2384.49	2391.91	
Prestiti in euro	2342.658	2288.574	2266.420	2259.320	2296.548	2309.326	2314.552	2309.729	2311.326	2314.084	2321.737	2339.60	2328.837	2316.04	2311.75	2316.93	2343.86	2349.05	2356.68	
Prestiti in valuta	30.561	43.827	43.403	41.057	32.407	40.410	40.920	34.456	38.061	31.816	36.231	24.994	35.158	39.483	41.435	39.689	27.539	35.447	35.235	
Prestiti a breve	292.566	276.033	279.196	271.059	266.991	267.291	271.724	267.316	272.939	269.989	266.810	267.186	266.001	268.801	269.620	265.312	265.522	264.859	268.871	
Prestiti a m / l	2080.653	2056.368	2030.626	2029.318	2061.964	2082.445	2083.748	2076.869	2076.448	2075.911	2091.158	2097.412	2097.994	2086.719	2083.564	2091.309	2105.874	2119.634	2123.041	
Depositi totali	2420.533	2445.843	2419.839	2429.916	2461.380	2465.590	2474.242	2478.206	2471.758	2454.764	2477.689	2486.329	2521.469	2528.512	2525.061	2539.263	2550.482	2565.939	2577.418	
Depositi in c / c	1083.938	1101.372	1077.309	1079.979	1106.157	1107.526	1112.836	1143.749	1127.257	1135.217	1147.246	1153.981	1167.727	1174.393	1162.632	1167.457	1181.707	1190.590	1197.968	
Depositi a risparmio	299.777	300.313	300.418	301.104	301.490	301.274	301.668	303.805	304.963	305.251	305.169	304.615	304.124	304.307	304.353	305.319	305.469	305.281	305.650	
Certif. deposito	1036.818	1044.158	1042.112	1048.834	1053.733	1056.790	1059.738	1030.652	1039.538	1014.296	1025.274	1027.732	1049.619	1049.812	1058.076	1066.487	1063.305	1070.068	1073.800	
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	0.52	-2.28	-1.65	-1.89	-0.80	-1.99	-2.73	-1.14	-1.25	-0.06	-0.77	-0.67	-0.39	0.99	1.88	2.44	1.82	1.48	1.55	
Prestiti in euro	1.02	-2.45	-1.68	-2.59	-1.11	-2.27	-3.19	-1.24	-1.57	-0.22	-0.84	-1.03	-0.59	1.20	2.00	2.55	2.06	1.72	1.82	
Prestiti in valuta	-26.83	7.47	-0.09	62.29	27.94	17.20	33.02	6.06	23.04	13.44	3.75	50.20	15.04	-9.91	-4.53	-3.33	-15.02	-12.28	-13.89	
Prestiti a breve	-6.78	-11.16	-6.70	-7.17	-7.37	-8.46	-9.03	-7.51	-10.12	-8.47	-9.12	-10.08	-9.08	-2.62	-3.43	-2.12	-0.55	-0.91	-1.05	
Prestiti a m / l	1.64	-0.95	-0.91	-1.14	0.12	-1.09	-1.84	-0.26	0.05	1.15	0.40	0.67	0.83	1.48	2.61	3.05	2.13	1.79	1.89	
Depositi totali	3.62	4.75	3.82	4.14	4.75	4.31	4.93	4.40	4.06	4.41	3.66	3.98	4.17	3.38	4.35	4.50	3.62	4.07	4.17	
Depositi in c / c	9.07	10.50	7.80	7.42	7.66	7.68	8.74	7.88	7.47	8.05	7.07	7.45	7.73	6.63	7.92	8.10	6.83	7.50	7.65	
Depositi a risparmio	1.39	1.83	1.52	1.31	1.39	1.47	1.39	1.70	1.34	1.40	1.55	1.47	1.45	1.33	1.31	1.40	1.32	1.33	1.32	
Certif. deposito	-0.93	0.09	0.65	1.77	2.82	1.78	2.19	1.56	1.37	1.49	0.69	1.06	1.23	0.54	1.53	1.68	0.91	1.26	1.33	

SCENARIO B	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9	19 10	19 11	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice BCI COMIT (livello)	1288	1284	1311	1221	1243	1139	1133	1045	1042	997	991	996	1018	937	894	926	927	895	883	
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.3	1.3	-0.7	-1.0	1.4	1.2	0.0	-1.1	-0.7	-0.2	-0.4	-0.1	-0.6	-0.6	0.0	-0.3	-0.8	-0.6	-0.3	
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.0	1.4	1.9	1.6	1.5	1.7	1.7	1.5	1.3	1.2	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>ENDOGENE</b>																				
<b>TASSI</b>																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.46	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.48	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.42	-0.41	-0.41	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.42	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41
T. Interb. 3m lett.	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.38	-0.38	-0.38	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37
T. Interb. 6m lett.	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.40	0.39	0.40	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.40	0.40	0.40	0.41	0.40	0.40
T. Prestiti medio	2.62	2.60	2.59	2.59	2.57	2.56	2.56	2.56	2.55	2.56	2.56	2.56	2.56	2.56	2.57	2.56	2.57	2.58	2.57	2.57
T.prest. medio - T.dep. medio	2.22	2.20	2.19	2.19	2.17	2.16	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	0.57	-0.11	-0.13	0.10	-0.05	-0.08	-0.08	0.00	0.01	0.06	0.06	0.04	0.09	0.15	0.15	0.14	0.18	0.14	0.14	0.14
T. BOT comp. lordo 6m	1.23	0.09	0.07	0.45	0.21	0.16	0.16	0.29	0.31	0.38	0.39	0.36	0.43	0.54	0.54	0.52	0.59	0.52	0.52	0.52
T. BOT comp. lordo 12m	-0.37	0.56	0.34	0.69	0.44	0.96	0.64	0.77	0.78	0.85	0.94	0.92	1.00	1.12	1.09	1.13	1.17	1.13	1.10	1.10
Rendistat lordo	1.49	2.12	2.00	2.45	2.27	2.84	2.65	2.78	2.80	2.84	2.95	2.91	3.01	3.11	3.07	3.11	3.14	3.08	3.07	3.07
Rendistat netto	1.30	1.85	1.75	2.14	1.98	2.49	2.32	2.43	2.45	2.49	2.58	2.55	2.63	2.72	2.68	2.72	2.75	2.70	2.68	2.68
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	1.40	1.13	1.26	2.11	1.78	1.95	1.68	1.81	1.82	1.88	2.01	1.96	2.06	2.17	2.14	2.18	2.21	2.17	2.14	2.14
Rend. BTP a 5 anni	2.02	1.83	1.93	2.70	2.39	2.65	2.38	2.52	2.55	2.61	2.74	2.71	2.80	2.91	2.89	2.93	2.96	2.92	2.88	2.88
Rend. BTP a 7 anni	2.39	2.30	2.37	3.01	2.78	3.11	2.86	3.00	3.04	3.10	3.22	3.17	3.27	3.37	3.36	3.44	3.45	3.42	3.39	3.39
Rend. BTP a 10 anni	2.81	2.73	2.79	3.26	3.15	3.44	3.25	3.38	3.41	3.47	3.60	3.57	3.66	3.76	3.74	3.78	3.81	3.77	3.74	3.74
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2373.219	2332.401	2309.823	2300.377	2328.955	2341.106	2345.786	2337.071	2342.862	2336.690	2347.55	2353.10	2354.88	2345.96	2344.47	2347.43	2361.73	2365.26	2369.20	2369.20
Prestiti in euro	2342.658	2288.574	2266.420	2259.320	2296.548	2301.765	2305.945	2304.583	2306.395	2305.735	2312.606	2328.73	2321.340	2308.71	2304.50	2309.25	2335.59	2332.84	2337.08	2337.08
Prestiti in valuta	30.561	43.827	43.403	41.057	32.407	39.341	39.841	32.487	36.467	30.955	34.941	24.369	33.542	37.242	39.969	38.175	26.140	32.421	32.120	32.120
Prestiti a breve	292.566	276.033	279.196	271.059	266.991	266.240	270.350	265.755	271.299	268.750	265.518	265.551	264.451	267.338	268.308	263.957	264.321	262.806	266.674	266.674
Prestiti a m / l	2080.653	2056.368	2030.626	2029.318	2061.964	2074.866	2075.436	2071.316	2071.563	2067.940	2082.029	2087.548	2090.431	2078.618	2076.157	2083.469	2097.408	2102.454	2102.522	2102.522
Depositi totali	2420.533	2445.843	2419.839	2429.916	2461.380	2456.135	2463.159	2467.049	2458.694	2442.774	2464.782	2473.895	2509.125	2511.147	2512.519	2527.113	2536.452	2541.609	2550.355	2550.355
Depositi in c / c	1083.938	1101.372	1077.309	1079.979	1106.157	1103.514	1107.310	1137.494	1120.859	1129.334	1140.710	1147.322	1160.681	1166.904	1155.737	1160.437	1173.854	1178.829	1183.833	1183.833
Depositi a risparmio	299.777	300.313	300.418	301.104	301.490	301.007	301.311	303.267	304.452	304.709	304.598	304.075	303.554	303.797	303.813	304.717	304.866	304.318	304.565	304.565
Certif. deposito	1036.818	1044.158	1042.112	1048.834	1053.733	1051.614	1054.539	1026.288	1033.383	1008.731	1019.474	1022.497	1044.889	1040.446	1052.969	1061.959	1057.732	1058.462	1061.958	1061.958
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	0.52	-2.28	-1.65	-1.89	-0.80	-2.35	-3.13	-1.44	-1.52	-0.45	-1.21	-1.15	-0.77	0.58	1.50	2.05	1.41	1.03	1.00	1.00
Prestiti in euro	1.02	-2.45	-1.68	-2.59	-1.11	-2.59	-3.55	-1.46	-1.78	-0.58	-1.23	-1.49	-0.91	0.88	1.68	2.21	1.70	1.35	1.35	1.35
Prestiti in valuta	-26.83	7.47	-0.09	62.29	27.94	14.10	29.51	0.00	17.89	10.37	0.06	46.44	9.75	-15.02	-7.91	-7.02	-19.34	-17.59	-19.38	-19.38
Prestiti a breve	-6.78	-11.16	-6.70	-7.17	-7.37	-8.82	-9.49	-8.05	-10.66	-8.89	-9.56	-10.63	-9.61	-3.15	-3.90	-2.62	-1.00	-1.29	-1.36	-1.36
Prestiti a m / l	1.64	-0.95	-0.91	-1.14	0.12	-1.45	-2.24	-0.52	-0.19	0.76	-0.03	0.20	0.47	1.08	2.24	2.67	1.72	1.33	1.31	1.31
Depositi totali	3.62	4.75	3.82	4.14	4.75	3.91	4.46	3.93	3.51	3.90	3.12	3.46	3.66	2.67	3.83	4.00	3.05	3.48	3.54	3.54
Depositi in c / c	9.07	10.50	7.80	7.42	7.66	7.29	8.20	7.29	6.86	7.49	6.46	6.83	7.08	5.95	7.28	7.45	6.12	6.82	6.91	6.91
Depositi a risparmio	1.39	1.83	1.52	1.31	1.39	1.38	1.27	1.52	1.17	1.22	1.36	1.29	1.26	1.16	1.13	1.20	1.12	1.10	1.08	1.08
Certif. deposito	-0.93	0.09	0.65	1.77	2.82	1.29	1.68	1.13	0.77	0.93	0.12	0.54	0.78	-0.36	1.04	1.25	0.38	0.65	0.70	0.70

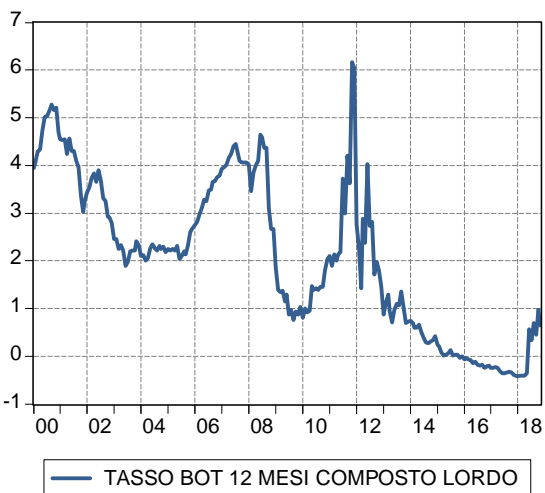
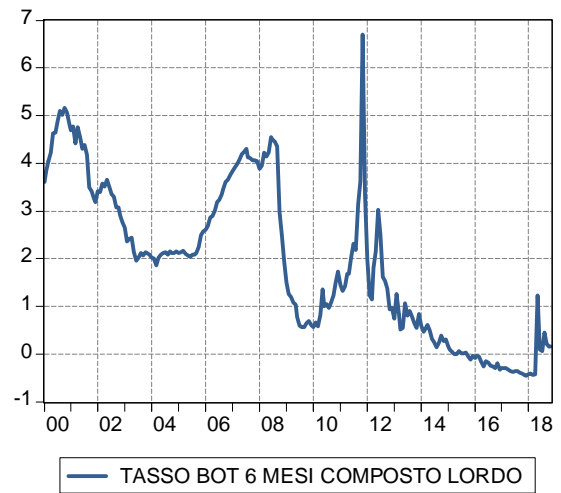
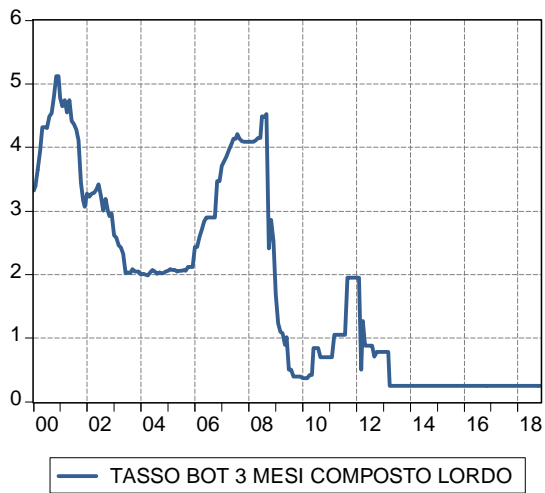
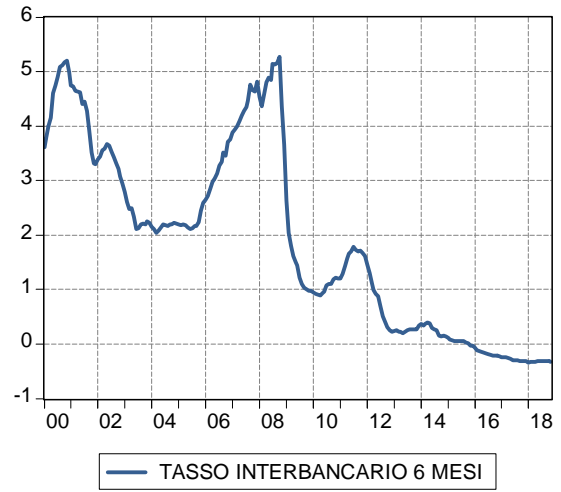
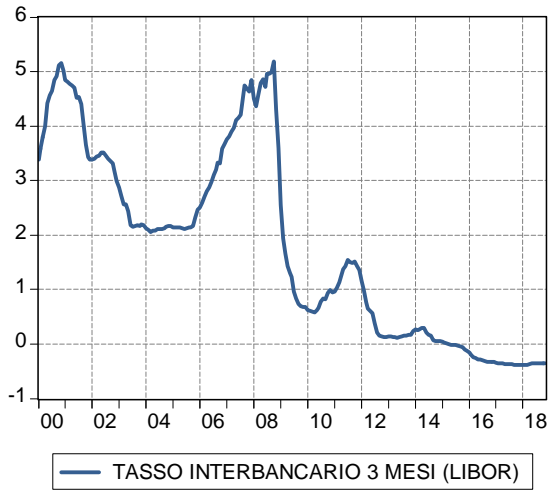
SCENARIO C	18 5	18 6	18 7	18 8	18 9	18 10	18 11	18 12	19 1	19 2	19 3	19 4	19 5	19 6	19 7	19 8	19 9	19 10	19 11	
<b>ESOGENE</b>																				
Tasso di intervento	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Indice BCI COMIT (livello)	1288	1284	1311	1221	1243	1139	1133	1085	1101	1077	1072	1093	1109	1060	1026	1043	1043	1011	989	989
Produzione Industriale (Var. % a/a)	2.3	1.3	-0.7	-1.0	1.4	1.4	0.4	-0.6	-0.1	0.4	0.2	0.6	0.0	0.0	0.6	0.4	-0.1	0.0	0.1	0.1
Tasso di Inflazione (Arm.)	1.0	1.4	1.9	1.6	1.5	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
<b>ENDOGENE</b>																				
<b>TASSI</b>																				
T. P/T medio	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
T. Overnight media d/l	-0.44	-0.44	-0.44	-0.44	-0.45	-0.45	-0.46	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	-0.46	-0.47
T. Interb. 1m lett.	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.41	-0.40	-0.41
T. Interb. 3m lett.	-0.35	-0.36	-0.36	-0.36	-0.35	-0.35	-0.36	-0.36	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.37	-0.36	-0.37	-0.36	-0.36	-0.36
T. Interb. 6m lett.	-0.31	-0.31	-0.32	-0.31	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.33	-0.32	-0.33	-0.32	-0.32	-0.32	-0.32
T. Depositi medio	0.40	0.40	0.40	0.40	0.39	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.40	0.41	0.40	0.41	0.42	0.42	0.41
T. Prestiti medio	2.62	2.60	2.59	2.59	2.57	2.56	2.56	2.56	2.56	2.57	2.56	2.56	2.56	2.57	2.57	2.57	2.58	2.59	2.59	2.58
T.prest. medio - T.dep. medio	2.22	2.20	2.19	2.19	2.17	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.16	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17	2.17
T. BOT comp. lordo 3m <sup>(1)</sup>	0.57	-0.11	-0.13	0.10	-0.05	-0.08	-0.08	-0.05	-0.06	-0.03	-0.01	-0.04	0.00	0.05	0.02	0.05	0.06	0.03	0.02	0.02
T. BOT comp. lordo 6m	1.23	0.09	0.07	0.45	0.21	0.16	0.16	0.21	0.20	0.25	0.27	0.22	0.28	0.37	0.32	0.36	0.38	0.33	0.31	0.31
T. BOT comp. lordo 12m	-0.37	0.56	0.34	0.69	0.44	0.96	0.64	0.70	0.69	0.73	0.76	0.72	0.79	0.87	0.82	0.86	0.88	0.83	0.81	0.81
Rendistat lordo	1.49	2.12	2.00	2.45	2.27	2.84	2.65	2.73	2.74	2.78	2.82	2.77	2.85	2.93	2.88	2.92	2.94	2.89	2.88	2.88
Rendistat netto	1.30	1.85	1.75	2.14	1.98	2.49	2.32	2.39	2.39	2.43	2.47	2.42	2.49	2.56	2.52	2.55	2.57	2.53	2.52	2.52
<b>STRUTTURA A TERMINE</b>																				
Rend. BTP a 3 anni	1.40	1.13	1.26	2.11	1.78	1.95	1.68	1.76	1.76	1.80	1.83	1.79	1.85	1.93	1.89	1.93	1.95	1.90	1.88	1.88
Rend. BTP a 5 anni	2.02	1.83	1.93	2.70	2.39	2.65	2.38	2.48	2.50	2.55	2.59	2.56	2.63	2.71	2.68	2.72	2.74	2.69	2.67	2.67
Rend. BTP a 7 anni	2.39	2.30	2.37	3.01	2.78	3.11	2.86	2.96	2.99	3.05	3.09	3.08	3.14	3.22	3.19	3.23	3.26	3.22	3.20	3.20
Rend. BTP a 10 anni	2.81	2.73	2.79	3.26	3.15	3.44	3.25	3.34	3.37	3.42	3.46	3.43	3.49	3.57	3.54	3.58	3.60	3.56	3.54	3.54
<b>VOLUMI (LIVELLI in mld)</b>																				
Prestiti totali	2373.219	2332.401	2309.823	2300.377	2328.955	2345.024	2350.596	2341.021	2346.058	2341.998	2353.96	2359.64	2360.65	2351.82	2349.12	2352.77	2367.06	2374.72	2380.67	2380.67
Prestiti in euro	2342.658	2288.574	2266.420	2259.320	2296.548	2305.309	2310.307	2307.627	2308.743	2310.606	2318.459	2335.11	2326.494	2313.52	2308.58	2314.00	2340.18	2340.81	2346.81	2346.81
Prestiti in valuta	30.561	43.827	43.403	41.057	32.407	39.715	40.289	33.394	37.315	31.392	35.500	24.524	34.152	38.296	40.540	38.777	26.874	33.907	33.859	33.859
Prestiti a breve	292.566	276.033	279.196	271.059	266.991	266.678	271.061	266.455	272.034	269.446	266.091	266.399	265.457	267.914	268.896	264.614	265.028	263.851	267.907	267.907
Prestiti a m / l	2080.653	2056.368	2030.626	2029.318	2061.964	2078.346	2079.536	2074.566	2074.025	2072.553	2087.868	2093.239	2095.189	2083.902	2080.220	2088.158	2102.028	2110.867	2112.763	2112.763
Depositi totali	2420.533	2445.843	2419.839	2429.916	2461.380	2459.917	2467.875	2470.847	2463.445	2447.711	2468.845	2478.677	2513.724	2517.017	2517.600	2532.140	2541.867	2550.442	2561.408	2561.408
Depositi in c / c	1083.938	1101.372	1077.309	1079.979	1106.157	1105.073	1109.756	1139.801	1123.317	1131.832	1143.129	1149.851	1163.445	1169.979	1158.951	1163.609	1177.173	1183.382	1189.700	1189.700
Depositi a risparmio	299.777	300.313	300.418	301.104	301.490	301.155	301.494	303.559	304.723	305.000	304.904	304.380	303.866	304.103	304.124	305.043	305.203	304.849	305.155	305.155
Certif. deposito	1036.818	1044.158	1042.112	1048.834	1053.733	1053.689	1056.625	1027.487	1035.405	1010.879	1020.812	1024.446	1046.413	1042.935	1054.525	1063.488	1059.491	1062.211	1066.552	1066.552
<b>VOLUMI (Var. % a/a)</b>																				
Prestiti totali	0.52	-2.28	-1.65	-1.89	-0.80	-2.19	-2.93	-1.27	-1.39	-0.22	-0.94	-0.88	-0.53	0.83	1.70	2.28	1.64	1.27	1.28	1.28
Prestiti in euro	1.02	-2.45	-1.68	-2.59	-1.11	-2.44	-3.37	-1.33	-1.68	-0.37	-0.98	-1.22	-0.69	1.09	1.86	2.42	1.90	1.54	1.58	1.58
Prestiti in valuta	-26.83	7.47	-0.09	62.29	27.94	15.18	30.97	2.79	20.63	11.93	1.66	47.38	11.75	-12.62	-6.59	-5.55	-17.07	-14.62	-15.96	-15.96
Prestiti a breve	-6.78	-11.16	-6.70	-7.17	-7.37	-8.67	-9.25	-7.81	-10.42	-8.65	-9.36	-10.34	-9.27	-2.94	-3.69	-2.38	-0.74	-1.06	-1.16	-1.16
Prestiti a m / l	1.64	-0.95	-0.91	-1.14	0.12	-1.29	-2.04	-0.37	-0.07	0.99	0.25	0.47	0.70	1.34	2.44	2.90	1.94	1.56	1.60	1.60
Depositi totali	3.62	4.75	3.82	4.14	4.75	4.07	4.66	4.09	3.71	4.11	3.29	3.66	3.85	2.91	4.04	4.21	3.27	3.68	3.79	3.79
Depositi in c / c	9.07	10.50	7.80	7.42	7.66	7.44	8.44	7.51	7.09	7.73	6.69	7.07	7.33	6.23	7.58	7.74	6.42	7.09	7.20	7.20
Depositi a risparmio	1.39	1.83	1.52	1.31	1.39	1.43	1.33	1.62	1.26	1.32	1.46	1.39	1.36	1.26	1.23	1.31	1.23	1.23	1.21	1.21
Certif. deposito	-0.93	0.09	0.65	1.77	2.82	1.49	1.89	1.25	0.97	1.15	0.26	0.73	0.93	-0.12	1.19	1.40	0.55	0.81	0.94	0.94

TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

Dati mensili

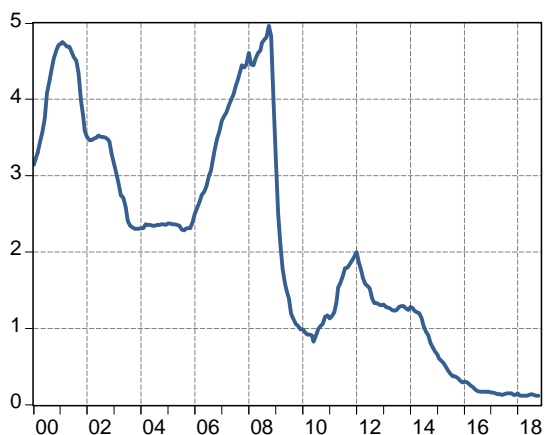


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI  
 Dati mensili

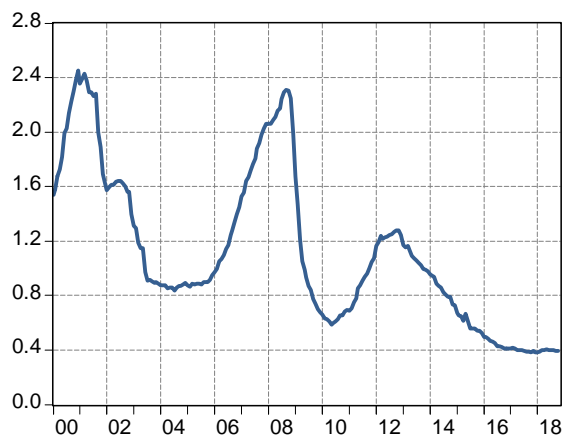


TASSI DI BASE: LIVELLI STORICI

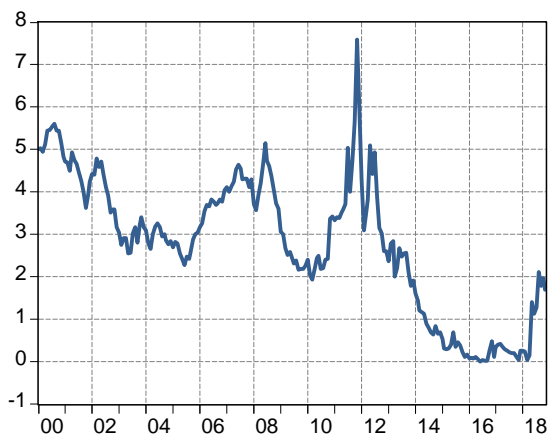
Dati mensili



TASSO PRESTITI MINIMO



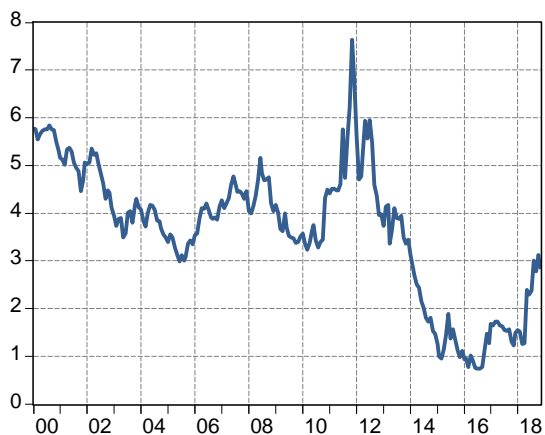
TASSO DEPOSITI MEDIO



RENDIMENTO A 3 ANNI



RENDIMENTO A 5 ANNI



RENDIMENTO A 7 ANNI



RENDIMENTO A 10 ANNI

VOLUMI DI BASE: LIVELLI STORICI  
 Dati mensili - Variazione % annua

